



Стратегия долгового рынка 2012 г.: без права на ошибку



© leonschroder - Fotolia.com



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

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

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

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00, доб. 5 40 85
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru

Алексей Михайлов
+7 (495) 983 18 00, доб. 2 90 14
Alexey.Mikhailov@gazprombank.ru

Если показатели развитых мировых экономик в 2011 г. продолжали ухудшаться, то доверие инвесторов было полностью разрушено недальновидными действиями политиков. Возможно, причины в том, что национальные политические системы, создаваемые на протяжении последних десятилетий, не в состоянии эффективно реагировать на быстрые изменения в экономике.

Мировая экономика в 2011 г. замедлилась примерно на 1 п.п. – с 4,2% до 3,2% – при этом банки, вместо того чтобы заниматься привычным бизнесом, предпочитают хранить деньги в центральных банках. Так, в конце декабря только европейские представители сектора предпочли хранить свыше 400 млрд евро на счетах в ЕЦБ, притом что задолженность перед ЕЦБ составляла 879 млрд евро, а некоторые крупные банки провели тестирование мультивалютных торговых систем на случай развала еврозоны.

Первоочередной задачей 2012 г. на глобальных рынках должно стать восстановление доверия инвесторов, и в первую очередь – к Европе. Лимит доверия ограничен первыми месяцами 2012 года, когда европейские политики должны будут продемонстрировать способность реализовывать достигнутые соглашения, включая создание механизма стабилизационных фондов, и сделать первые шаги к более тесной фискальной интеграции стран ЕС, приняв фискальный пакт до конца марта 2012 г. Кроме того, в 1-м квартале европейским банкам и странам предстоит рефинансировать свыше 700 млрд евро долгов. Поддержку в решении этих непростых задач должен оказать ЕЦБ, который в последние недели 2011 г. продемонстрировал готовность предпринимать решительные действия, правда, вопрос о QE на повестке дня пока не стоит.

Если в 1К12 европейские политики и финансисты с успехом пройдут «испытания», то, как мы ожидаем, это должно послужить началом для восстановления доверия инвесторов и роста аппетита к риску. Мы берем данный вариант развития событий за основной. Если же европейцам не удастся решить задачу, рынки, возможно, нащупают новое дно и 2012 год может оказаться гораздо хуже 2011 года, все надежды на начало стабилизации ситуации перенесутся уже на последующий год. В таком случае 2012 г. может быть использован как возможность купить активы по низким ценам.

В 2012 г. из-за выборов мы не ожидаем от США каких-либо значимых действий, направленных на долгосрочное решение бюджетных и долговых проблем. В случае реализации негативного сценария развития ситуации в Европе и/или сильного замедления темпов деловой активности в США, дополнительных стимулирующих мер от ФРС, включая QE3, мы ожидаем не ранее второй половины 2012 г.

Поведение рынков в 2012 г. будет связано с итогами 1 квартала. Если европейцы достигнут положительных результатов, мы ожидаем роста доходности UST10 до 2,25–2,75% и сужения кредитных спредов, в том числе за счет удорожания еврооблигаций. В случае роста деловой активности в мировой экономике во 2-м полугодии мы ожидаем увеличения доходности UST10 еще на 25 б.п. В силу более высокой «бэты» российские еврооблигации, по нашим оценкам, будут расти «лучше рынка», спред RUSSIA30 может вернуться к уровням 150 б.п. (-110/-120 б.п.). Кроме того, инвесторам может представиться возможность зарабатывать на сужении кредитных спредов (100–200 б.п.)

Рынок рублевых облигаций, согласно нашим прогнозам, в начале 2012 г. останется под давлением из-за проблем с рублевой ликвидностью, доходности будут находиться близко к уровням ноября-декабря 2011 г., инвесторы продолжат адаптироваться к новым реалиям дефицита ликвидности. Возможно, положительных изменений не стоит ожидать ранее второй половины 2012 г., произойти же они могут в случае улучшения внешней конъюнктуры и расширения базы инвесторов за счет подключения ММВБ-РТС к системе Euroclear.

На внутреннем долговом рынке в новом году стоит обратить внимание на размещенные в последние месяцы 2011 г. бумаги, включая короткие выпуски Русский Стандарт БО-1, ОТП Банк БО-3.

В еврооблигациях в качестве чуть более доходной альтернативы суверенным кредитным рискам мы рассматриваем бумаги крупнейших заемщиков с рейтингами инвестиционного уровня: Газпрома, Лукойла, ТНК-ВР, Сбербанка, а также выпуски частных эмитентов – Альфа-Банка и Вымпелкома (см. «Взгляд на сектор»).



Содержание

ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕМЫ	4
США: рост под вопросом	4
Доходность казначейских обязательств	7
Еврозона: без права на ошибку	8
Европа — в поисках выхода из замкнутого круга	8
Долговой кризис в Европе: в чем причины?	10
Есть ли у Европы антикризисная программа?	11
ЕЦБ — к действиям готов?	12
Чего ожидать?	13
РОССИЙСКИЕ ТЕМЫ	15
Российская экономика: основные тренды	15
Вступление в ВТО	16
Состояние ликвидности	17
2011 г. протестировал банковские балансы на наличие ликвидности	17
Основные факторы влияния на ликвидность в 2012 г.	19
Российский рубль: большая свобода или «новое равновесие»?	19
Политика ЦБ на валютном рынке и исполнение федерального бюджета	20
Основные заключения	22
Тренды рублевого рынка	24
Рублевые ставки	24
Минфин: заимствования и депозиты	25
Развитие инфраструктуры российского рынка	25
Торговые рекомендации	26
Глобальные тренды долгового рынка	27
Российские еврооблигации остаются перепроданными на фоне других бумаг развивающихся рынков	27
Рекомендации: стратегия «Event driven» vs «Distress situation»	29
ВЗГЛЯД НА СЕКТОРА	31
Внешний долг России — усвоенные уроки 2008 года	31
Взгляд на эмитентов еврооблигаций	31
Кредитное качество российских эмитентов еврооблигаций улучшилось	32
Банковская система	33
«Нефтянка» остается хорошей альтернативой суверенному риску	40
Телекоммуникации: островок стабильности в нестабильные времена	46
Металлургия и добыча: есть запас прочности	52



ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕМЫ

США: рост под вопросом

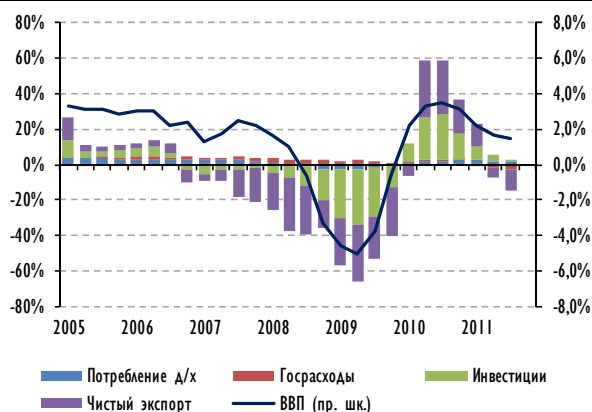
До последнего времени экономика США рассматривалась одной из движущих сил мировой экономики, и улучшение ситуации в ней должно благоприятно сказаться и на других мировых экономиках. Прогнозы экспертов по темпам роста экономики США варьируются от 0,0–1,0% (PIMCO) до 1,8% (МВФ) и 2,5–2,9% (ФРС). Средний прогноз Bloomberg составляет 2,2%. Темпы роста ниже ожиданий могут стать сигналом для нового раунда стимулирования американской экономики. Мы более сдержанно смотрим на перспективы роста американской экономики и оцениваем их на уровне 1,5–2,0%. Основными сдерживающими факторами остаются политические риски, а также отсутствие устойчивых факторов роста. Динамика производства будет в гораздо большей степени зависеть от спроса на конечную продукцию, причем потенциал стимулирования роста (как за счет фискальных, так и за счет монетарных мер) в США сильно ограничен.

Действия факторов, ограничивавших рост в 2011 г. со стороны предложения (такие, как перебои с поставками комплектующих для автомобилей в результате землетрясения в Японии), сходят на нет, однако экономике придется столкнуться с новой угрозой – со стороны европейского долгового кризиса. Несмотря на то что, возможное прямое негативное влияние оценивается как незначительное (доля Европы в экспорте США не превышает 10%), через финансовые рынки оно может быть более существенным, значительно хуже ожиданий (см. «Еврозона: без права на ошибку»).

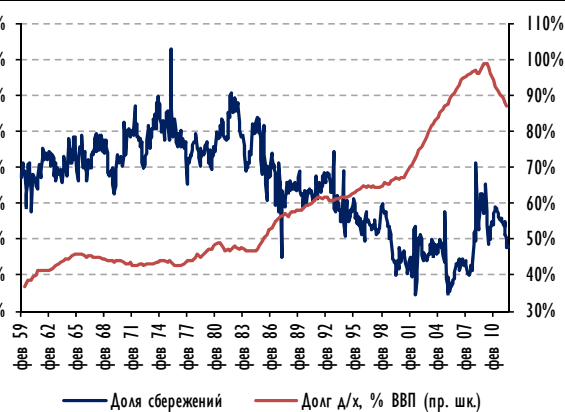
Проблемы американской экономики в 2012 г. и пути их решения уйдут на второй план как на фоне предвыборной кампании в самих США, так и из-за долговых проблем Европы. Качественных изменений в экономике США не стоит ждать до президентских выборов в ноябре 2012 года – если Б. Обама не будет переизбран на второй срок, новая администрация вряд ли приступит к активным действиям ранее первой половины 2013 г.

Отдельные показатели бюджета и долговой нагрузки США хуже, чем в европейских странах, которые уже потеряли доступ к финансовым рынкам. Так, бюджетный дефицит в 2012 г. ожидается на уровне 7,9% ВВП. При этом стране придется рефинансировать значительную часть торгуемого долга (22,4% ВВП или около 3,4 трлн дол., что сравнимо с Италией – 19,5%). Однако не стоит забывать, что США сохраняют ряд важных преимуществ по сравнению с большинством европейских стран, в числе которых можно обозначить более высокую эффективность бизнеса, более низкую стоимость рабочей силы и постоянно растущую численность населения. Данные факторы, скорее всего, позволят американской экономике в долгосрочной перспективе вернуться к устойчивому росту. Важно также и то, что доллар США остается основной резервной валютой, и ФРС готова выполнять функции кредитора последней инстанции, что немаловажно в условиях глобального снижения доверия инвесторов.

Вклад отдельных компонентов в динамику ВВП США, % г/г (сезонно сглаженные данные) Долговая нагрузка и средняя склонность к сбережению американских домохозяйств



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

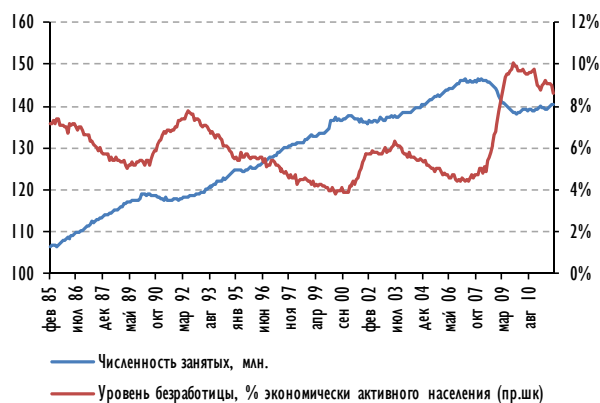


Всю вторую половину 2011 г. продолжали поступать противоречивые данные о состоянии американской экономики. Наиболее тревожным, на наш взгляд, является пересмотр показателей динамики потребления по итогам третьего квартала 2011 года в сторону понижения (с 2,3% до 1,7% в годовом эквиваленте), поскольку вклад данного компонента в ВВП США превышает 70%.

Медленное восстановление рынка недвижимости, сохранение высокого уровня безработицы и замедление темпов роста доходов, с нашей точки зрения, продолжат оказывать давление на объемы потребления в 2012 г. Отметим также, что, несмотря на снижение доли сбережений в совокупных располагаемых доходах населения, желаемого увеличения расходов на потребление не происходит, вероятно, по причине высокой долговой нагрузки и необходимости обслуживать обязательства. Отметим также, что степень расслоения населения по уровню дохода продолжает расти на протяжении нескольких последних лет: коэффициент социального неравенства продолжает свидетельствовать о росте разницы между доходами самых богатых и самых бедных (остается в районе исторических максимумов 0,47, где значение на уровне 1 = абсолютное неравенство, 0 – абсолютное равенство).

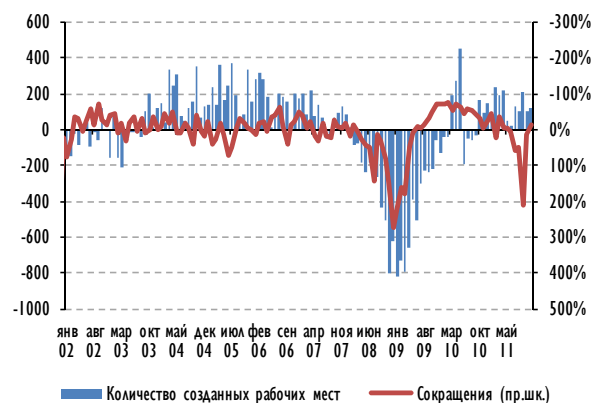
Ситуация на рынке труда в целом остается напряженной. Несмотря на неожиданное сокращение уровня безработицы в ноябре (до 8,6% – минимума с марта 2009 г.), численность занятых растет гораздо медленнее. Это указывает на наличие так называемого эффекта «разочарованного работника», когда сокращается численность экономически активного населения за счет выхода из него людей, которые так и не смогли найти работу.

Динамика занятости и уровень безработицы в США



Источник: Bloomberg

Число созданных рабочих мест (тыс.) и динамика сокращений, % г/г

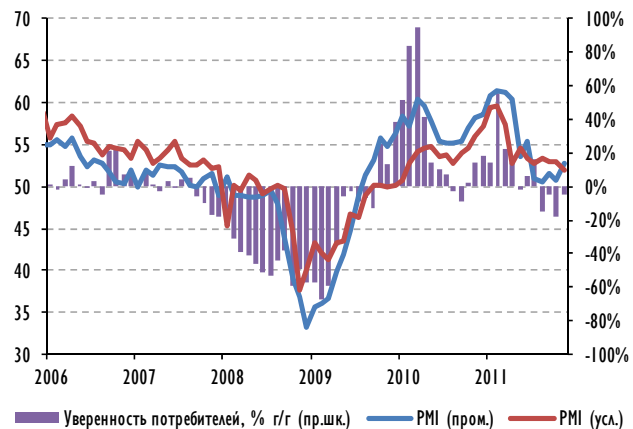


Источник: Bloomberg

Отметим, что **динамика индикаторов уверенности производителей и потребителей является несколько противоречивой**. С одной стороны, потребительская уверенность демонстрирует положительную динамику м/м, однако она не подкрепляется данными о росте расходов и/или оборота розничной торговли. Более того, индекс Conference Board остается ниже уровней прошлого года. С другой, оценка перспектив бизнеса предпринимателями существенно различается в зависимости от региона, а общая динамика индикаторов уверенности остается слабой, хотя индексы PMI превышают 50 пунктов, что указывает на преобладание оптимистичных настроений среди производителей.



Динамика индикаторов потребительской и предпринимательской уверенности (в сфере промышленности и предоставления услуг)



Источник: Bloomberg

Что касается **инвестиций**, то они вряд ли могут претендовать на роль основного драйвера. Помимо того, что их доля в совокупном объеме ВВП невысока по сравнению с долей потребления (всего 13,8%, что несколько выше показателей 2008–2009 гг., однако по-прежнему не дотягивает до среднего значения с начала 2000-х), номинальные процентные ставки близки к нулю, в связи с чем реальная отдача от инвестиций зачастую оказывается отрицательной, несмотря на рекордно низкую стоимость заимствования.

Ужесточения денежно-кредитной политики по-прежнему никто не ждет: ФРС США обещала удерживать ключевую процентную ставку на уровне 0,25% в течение 2012 г. и в 1П13. Кроме того, ФРС, вероятно, продолжит реинвестировать в КО США средства от погашения активов, находящихся на ее балансе, как минимум до середины 2012 г. Что касается новых стимулирующих мер, то к ним ФРС может прибегнуть только в том случае, если усиление мирового экономического спада приведет к существенной переоценке темпов роста ВВП в сторону понижения. В то же время мы склонны полагать, что ноябрьские прогнозы ФРС (рост ВВП в 2012 г. на уровне 2,5–2,9%) все же чересчур оптимистичны, и оценка на уровне 1,5–2,0% является более адекватной.

QE3: если ждать, то когда? Отметим, однако, что даже при желании стимулировать американскую экономику способность регуляторов добиться результата, на наш взгляд, существенно ограничена по причине того, что ставки уже чрезвычайно низки, а последствия внедрения нетрадиционных инструментов неочевидны. В то же время возможно регулятор будет придерживаться линии поведения: «лучше действовать, чем не действовать».

Неплохие данные по американской экономике, вышедшие в последние месяцы 2011 г., несколько снизили вероятность введения новых стимулирующих мер. Однако к этой теме ФРС может вернуться на мартовском заседании Комитета по открытым рынкам, когда возникнет необходимость ориентировать рынки относительно дальнейших шагов Федеральной резервной системы после завершения программы «операция Твист». Кроме того, к тому времени станет ясно, удалось Европе добиться прогресса на пути восстановления доверия инвесторов или нет.

На **поприще госфинансов** единственной временной позитивной мерой в последние месяцы стало продление срока действия налоговых льгот, которые должны были истечь в конце декабря 2011 г., еще на два месяца. Однако данная мера вряд ли окажет положительное влияние на уверенность потребителей. Отсутствие политического консенсуса в рядах законодательного собрания создает риск того, что действие автоматических стабилизаторов (сокращение госрасходов) может привести к торможению роста ВВП.



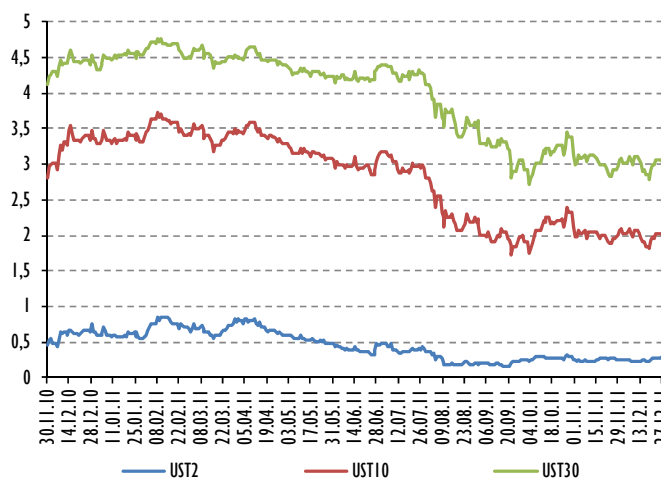
Доходность казначейских обязательств

В 2011 г. динамика казначейских облигаций преподнесла инвесторам сюрпризы: «десятка» обновила 50-летние минимумы по доходности, отдача от инвестиций по итогам года составила от 14,5% до 30% для 7-30-летних бумаг (один из самых лучших результатов среди классов активов). При этом в начале 2011 г. более 2/3 инвесторов считали, что доходности снижаться не будут, – действие программы QE2 заканчивалось в середине 2011 г., и основной покупатель (ФРС) должен был уйти с рынка. Основной темой была стратегия сворачивания стимулирующих мер («exit strategy»), проблемы бюджета США на фоне растущих социальных и пенсионных обязательств. Темпы роста американской экономики ожидалось на уровне 3,1–3,3%.

Однако ожиданиям большинства инвесторов не суждено было сбыться. Недооценено было важное свойство – «безрисковый актив», цена которого резко пошла вверх в условиях роста волатильности финансовых рынков и все сокращающихся вариантов для безрисковых вложений.

Сначала землетрясение в Японии заставило инвесторов обратить внимание на UST (за несколько дней доходность UST10 снизилась с 3,55% до 3,15%, но со временем восстановилась), затем сомнения в росте американской экономики задали нисходящий тренд – доходность упала с 3,59% до 3,00% (UST10) на конец мая 2011 г. Последней каплей стало обострение европейского кризиса и бюджетно-долговые проблемы США: неспособность властей быстро и конструктивно находить решения стала сигналом к ралли в американских долговых бумагах в конце июля – начале августа 2011 г., в результате чего доходность «десятки» снизилась до 2,00–2,25%. Небольшой отскок до 2,40% наблюдался после встречи лидеров Еврозоны/ЕС, на которой был согласован антикризисный план.

Динамика доходности казначейских облигаций США 2010–2011 гг.



Источник: Bloomberg

В 2012 г. доходность UST будет меняться под воздействием таких основных факторов, как долговой кризис в Европе, начало восстановления мировой экономики во втором полугодии и завершение операции Твист.

В 1К12 мы ожидаем, что доходность UST10 сохранится в диапазоне 1,80–2,25%, где она находилась с августа 2011 г. Если лидерам еврозоны удастся достичь прогресса в принятии фискального пакта и в формировании антикризисных фондов, то мы ожидаем роста доходностей по меньшей мере на 25–50 б.п. (примерно до 2,25–2,75%). В случае положительных трендов в мировой экономике во второй половине 2012 года мы ожидаем доходность «десятки» на уровне 2,50–3,00%.

Доходности могут остаться и на текущем уровне, или даже обновить очередные минимумы (1,50–2,00%), в случае если европейским политикам не удастся восстановить доверие инвесторов (см. «Еврозона: без права на ошибку»). Этот вариант не является нашим базовым.



Еврозона: без права на ошибку

Европа – в поисках выхода из замкнутого круга

К долговым проблемам стран еврозоны во второй половине 2011 г. добавилась проблема снижения темпов европейской экономики, что может как еще больше усугубить ситуацию в Европе, так и оказать негативное влияние на мировую экономику и финансовую систему.

Если летом – в начале осени 2011 г. только начинали говорить о рисках рецессии в еврозоне, то уже в декабре большинство экспертов пересмотрели свои прогнозы в сторону понижения. Говорить о том, что экономика еврозоны неминуемо окажется в рецессии, не дают пока обнадеживающие данные из Германии (около 27% экономики еврозоны), которая, несмотря на замедление, все же продолжит расти. Однако усилий одной только Германии может и не хватить европейской экономике, чтобы остаться в «плюсе». Многое будет зависеть от темпов роста Франции (около 21% экономики еврозоны), которая в ближайшее время может еще больше замедлить темпы роста в свете дополнительных мер по ограничению бюджетного дефицита.

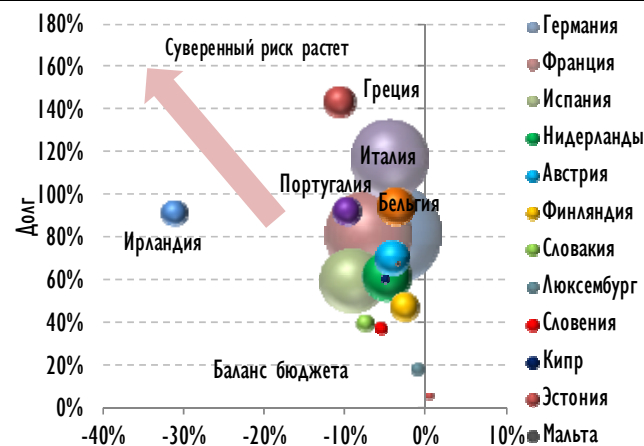
Среди основных факторов, оказывающих негативное давление на европейскую экономику, отметим принятие мер по сокращению бюджетных дефицитов стран еврозоны, сокращение кредитования экономики и снижение потребительской уверенности и доверия инвесторов.

К началу 2012 г. большинство стран-членов еврозоны приняли программы по сокращению бюджетного дефицита за счет ограничения бюджетных расходов и увеличения налогов, что должно оказать еще большее негативное влияние на экономики стран. Те, кто балансировал на грани нулевых темпов роста, окажутся, скорее всего, в отрицательной зоне – прогнозы осени 2011 г., вероятно, придется еще раз пересмотреть в сторону понижения. Меры по сокращению бюджетного дефицита могут стоить европейской экономике роста на уровне 1 п.п. в 2012 г., что в свою очередь негативно скажется на доходах бюджета, увеличив дефицит бюджета из-за сжатия доходной базы и роста социальных выплат, т.е. получается замкнутый круг.

Дальнейшее сворачивание банковского кредитования в еврозоне будет происходить в связи с необходимостью повысить обеспеченность капиталом первого уровня и возникшими ограничениями доступа финансовых институтов к рыночным источникам фондирования.

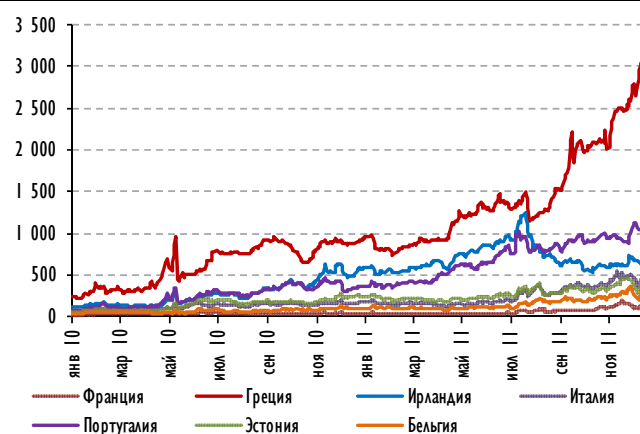
Рекомендацию (не требование) повысить коэффициент достаточности капитала первого уровня до 9% не позднее середины 2012 г. главы стран еврозоны приняли 27 октября 2011 г., стараясь повысить уровень доверия к банковской системе. Возможно, когда это решение готовилось, оно было верным.

Бюджеты и долг стран еврозоны, % ВВП, конец 2010 г. (Площадь элементов диаграммы отражает относительный размер экономики стран в составе ЕС)



Источник: Bloomberg

Спреды доходности между индикативными 10-летними облигациями ряда стран ЕС и Германии, б.п.



Источник: Bloomberg



Согласно последним оценкам ЕВА, чтобы к концу июня 2012 г. европейским банкам довести свой базовый капитал 1-го уровня до 9% от активов, взвешенных с учетом риска, им необходимо привлечь дополнительно 114,7 млрд евро. При этом планы по достижению данного уровня достаточности капитала должны быть разработаны организациями и представлены на согласование в национальные надзорные органы к 20 января 2012 г. Однако текущие рыночные оценки суверенного долга, согласно Bloomberg, предполагают весьма значительные дисконты (по текущей стоимости) по долгу Греции (75–77%), Португалии (40–50%), Ирландии (20–25%), Испании (2–3%) и Италии (5–10%). С учетом этого совокупная потребность в капитале может составить 290 млрд евро (оценка на основе симулятора Reuters по той же выборке банков, что использовалась для тестирования ЕВА, http://graphics.thomsonreuters.com/11/07/BV_STRSTST0711_VF.html).

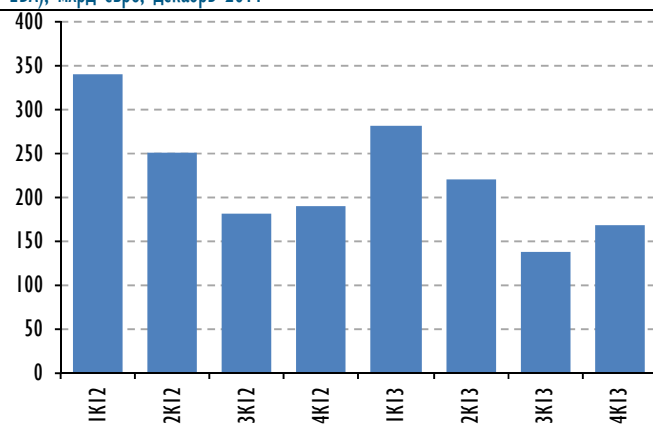
Уже во второй половине декабря появились комментарии представителей ЕЦБ, из которых можно было сделать вывод о том, что с решением о переносе «дедлайна» на более ранний срок спешить не стоило. Последствием данного решения может стать делевериджинг европейских банков на уровне от 1,5 до 3 трлн евро (оценки ряда глав ЦБ, аналитиков западных банков), что представляет собой 3,5–7,0% банковских активов стран ЕС. Вероятнее всего, это будет происходить за счет продажи европейскими банками активов, прежде всего номинированных в долларах, и также за счет продажи активов развивающихся рынков. Ряд европейских банков уже оперативно пересмотрели свою стратегию и начали распродажу непрофильных активов по всему миру еще в 4 квартале 2011 года.

Летом 2011 г. европейские банки столкнулись с проблемой привлечения как краткосрочного, так и долгосрочного финансирования. Американские фонды денежного рынка резко сократили лимиты на европейские банки (порядка 40% см. диаграмму), кроме того, из-за ограничения доступа на долговые рынки европейские банки не смогли привлечь около трети необходимого фондирования. Отдельные международные корпорации поспешили вывести счета из европейских банков. Частично дефицит фондирования был покрыт европейскими банками за счет роста выпуска обеспеченных долгов.

В 2012 г. только крупнейшие европейские банки (90 банков, участвовавших в проводимом ЕАБ стресс-тестировании) столкнутся с необходимостью исполнить обязательства на сумму свыше 960 млрд евро (кредиты и облигации, оценка по данным Bloomberg), из которых более трети придется на 1-й квартал 2012 г. и около четверти на 2-й квартал.

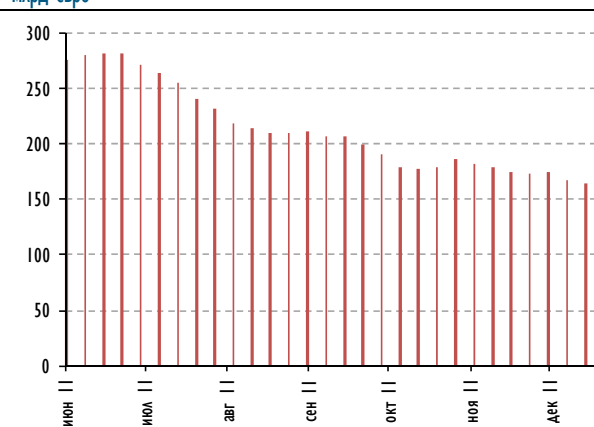
Без внешней поддержки банкам не обойтись. ЕЦБ готов помочь решить проблемы с ликвидностью европейских банков (см. ЕЦБ в ожидании действий).

График погашения долга европейскими банками (включенными в стресс-тест ЕБА), млрд евро, декабрь 2011



Источник: ЕАБ, Bloomberg, Газпромбанк

Средства, привлеченные европейскими банками у фондов денежного рынка, млрд евро



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Уверенность потребителей еврозоны находится на минимальном уровне, начиная с августа 2009 г. Рост безработицы, снижение стоимости активов, ожидание ухудшения ситуации, туманные перспективы европейской экономики и отсутствие четкого плана выхода из кризиса снижают шансы на то, что в ближайшее время ситуация поменяется. Безработица в странах еврозоны находится на максимальном за последние 13 лет уровне 10,3%, разброс при этом большой – от 6,9% в Германии до 21,5% в Испании и Греции. Поскольку на потребление приходится порядка 60% ВВП, в данной ситуации рассчитывать на рост экономики за счет потребительского спроса не приходится.

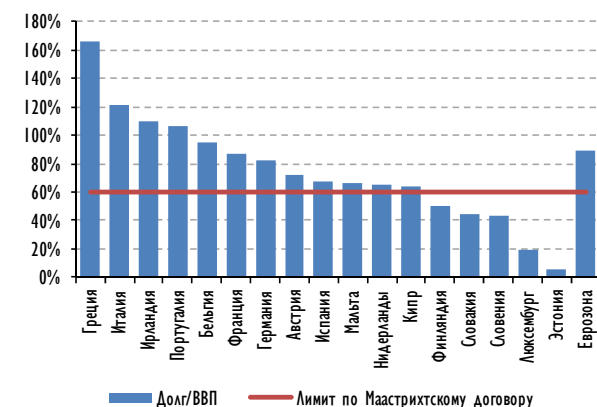
Разорвать замкнутый круг вышеуказанных проблем будет возможно после восстановления доверия инвесторов и уверенности потребителей, чего отчасти можно добиться за счет эффективной комплексной антикризисной программы, сопровождаемой правильной информационной поддержкой.

Долговой кризис в Европе: в чем причины?

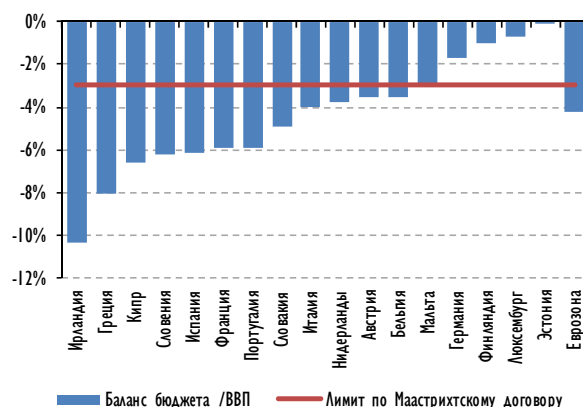
Ключевой причиной долгового кризиса в еврозоне стали дисбалансы в самом регионе, которые возможно решить только в средней или долгосрочной перспективе за счет серьезных структурных реформ отсталых экономик ряда стран еврозоны.

Однозначной связи между фактом соблюдения или несоблюдения Маастрихтских ограничений на дефицит бюджета (3%) и долговой нагрузкой (60%) и тем, с какими проблемами столкнулись страны еврозоны, не наблюдается. В зоне риска оказались как нарушители, так и «послушные» страны еврозоны. В частности, некоторые страны с высокими кредитными рейтингами и устойчивыми позициями (Германия, Франция, Австрия) не выполняют требования Маастрихтских договоренностей.

Долговая нагрузка стран еврозоны...



...и бюджетный дефицит (2011 оценки)



Источник: Bloomberg, МВФ

Источник: Bloomberg, МВФ

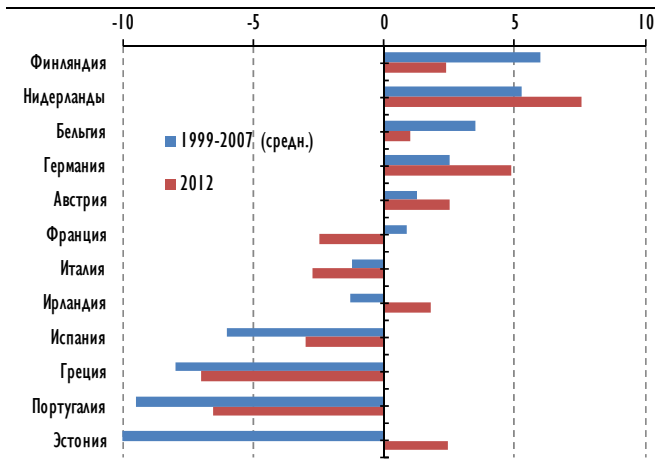
При этом существует зависимость между состоянием счета текущих операций стран и подверженности стран долговому кризису. Одни из худших значений счета текущих операций были у Португалии, Греции, Испании и Италии, т.е. источником долговых проблем европейских стран в первую очередь является кризис платежного баланса. Это прежде всего говорит о низкой конкурентоспособности этих европейских стран. По данным исследования World Economic Forum, Испания (36 место из 142 стран), Италия (43 место), Португалия (45 место) и Греция (90 место) заметно уступали по конкурентоспособности Германии (6), Нидерландам (7) и Дании (8). Для решения своих долговых проблем эти страны должны повысить уровень конкурентоспособности своих экономик (прежде всего, за счет реформирования рынка труда).

Необходимость проведения структурных преобразований не является новостью для лидеров ЕС – принято несколько договоренностей на уровне глав стран ЕС (Stability and Growth Plan – в 1997 г., Euro-Plus Plan – в начале 2011 г.). Конкретные действия для структурных изменений наиболее



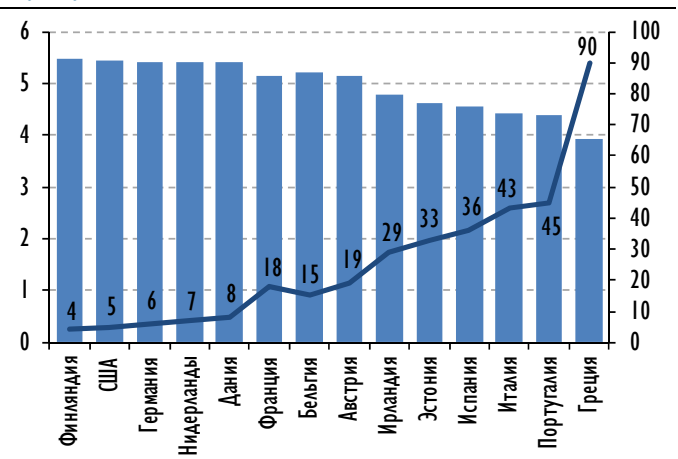
проблемными странами не предпринимались. Решительные меры Португалией, Италией начали приниматься только в 2011 г. под нажимом основных стран кредиторов и международных финансовых организаций. Об эффективности их реализации говорить пока преждевременно, в частности, Италия приняла пакет антикризисных мер только в конце декабря 2011 г., Испании предстоит еще больше ужесточить свою антикризисную программу.

Счет текущих операций, % ВВП



Источник: МВФ

Индекс конкурентоспособности (лев.шк.) и рейтинги (пр.шк.) (из 142 стран), 2011-2012



Источник: World Economic Forum

Есть ли у Европы антикризисная программа?

До последнего времени антикризисные меры, принимаемые лидерами ЕС в 2010–2011 гг., продемонстрировали свою неэффективность, одной из причин которой стала ошибочная последовательность их принятия, что во многом было связано с отсутствием скоординированных и своевременных действий со стороны европейских политических элит, что обуславливало высокие политические риски.

Результатом непродуманных действий европейских политиков стала как утрата доверия инвесторов, так и усугубление кризиса на финансовых рынках.

Логичная последовательность антикризисных мер должна была выглядеть следующим образом:

- ▶ **создание резервного фонда**, которое должно было начать восстанавливать уверенность инвесторов и положительно сказаться на ценах европейских облигаций;
- ▶ **докапитализация европейских банков** с учетом изменения цен на долговые инструменты;
- ▶ и после того, как станет понятно, сколько не хватает средств, можно было начинать разговор об **участии частных кредиторов в реструктуризации долга**.

В реальности события в Европе развивались с точностью до наоборот. О списании долгов частных инвесторов было объявлено до того, как был сформирован антикризисный фонд (июль 2011 г.) и получены оценки объема средств, необходимых на рекапитализацию европейских банков. Европейский стабилизационный фонд до сих пор не создан. В лучшем случае об усилении Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) и детальном плане создания европейского фонда стабильности (ESM) будет объявлено в январе 2012 г. (заработать фонд должен с 1 июля 2012 г.).

Судя по итогам саммита ЕС 26–27 октября, лидеры начали признавать свои ошибки – в частности, взяли обязательства больше не принуждать частных инвесторов к «добровольному» списанию долгов и, похоже, приняли решение все же прислушаться к мнению экономистов, чтобы попытаться исправить ситуацию. Кроме усиления антикризисных фондов в начале года



важным рубежом для восстановления доверия должно стать одобрение рядом европейских стран (по меньшей мере 8–10) фискального пакта (fiscal compact) не позднее марта 2012 г. Возможно, данные шаги смогут вернуть часть растраченного доверия инвесторов.

В конце 2011 г. действия в рамках антикризисного плана выглядели следующим образом:

Время	Действия/События
Январь 2012	<ul style="list-style-type: none"> ▶ завершение формирования EFSF, за счет переданных МВФ 500 млрд евро, создание ESM; ▶ завершение переговоров с частными кредиторами Греции (PSI) и, возможно, обмен долгов; ▶ согласование второго пакета помощи Греции (109 млрд евро); ▶ снижение ставки резервирования ЕЦБ с 2% до 1% (с 18 января); ▶ предоставление банками детальных планов рекапитализации в национальные надзорные органы (крайний срок – 20 января) ▶ встреча лидеров ЕС (30 января); ▶ погашение европейскими странами 165 млрд евро долга.
Февраль 2012	<ul style="list-style-type: none"> ▶ выборы в Греции; ▶ погашение европейскими странами 122,9 млрд евро долга, в т.ч 53,1 млрд евро Италией.
Март 2012	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 1 марта – поступление на счета банков средств от второго транша 3-летнего кредита ЕЦБ; ▶ принятие фискального пакта европейскими странами; ▶ выделение Греции 7-го транша помощи; ▶ погашение европейскими странами 141,7 млрд евро долга, в т.ч 16 млрд евро – Грецией

Источник: Газпромбанк, СМИ

ЕЦБ – к действиям готов?

В силу ограниченности своего мандата ЕЦБ не сможет решить долговую проблему Европы за счет монетизации долга, но без поддержки Центрального банка не обойтись.

ЕЦБ готов приложить максимум усилий, чтобы гарантировать стабильность цен в еврозоне. Однако целесообразно координировать возможности Центробанка с действиями национальных правительств. Регулятор использует операции по выкупу госбумаг (с целью поддержания их доходности) в качестве инструмента давления на национальные правительства и парламент, чтобы ускорить принятие антикризисных мер, как это было в случае с Италией.

8 декабря ЕЦБ принял ряд решений, которые позволят банкам решить ситуацию с ликвидностью. Помимо предоставления двух траншей 3-летних кредитов (LTRO, longer term refinancing operation) были снижены требования к обеспечению (эффект можно оценить в несколько десятков млрд евро) и ставка резервирования с 2% до 1% – с 18 января 2012 г. (эффект должен составить порядка 100 млрд евро).

Первый транш 3-летнего кредита (LTRO) на 489 млрд евро под ставку 1% был выделен 22 декабря 2012 г., в результате средства банков пополнились еще на 200 млрд евро (большая часть ушла на рефинансирование коротких инструментов), второй транш должен будет поступить 1 марта 2012 г.

Кроме того, **представители ЕЦБ стали активнее общаться с инвестиционным сообществом**, объясняя свою позицию и логику действий. В декабре 2011 г. только FT опубликовала минимум два интервью с представителями ЕЦБ, включая Марио Драги.

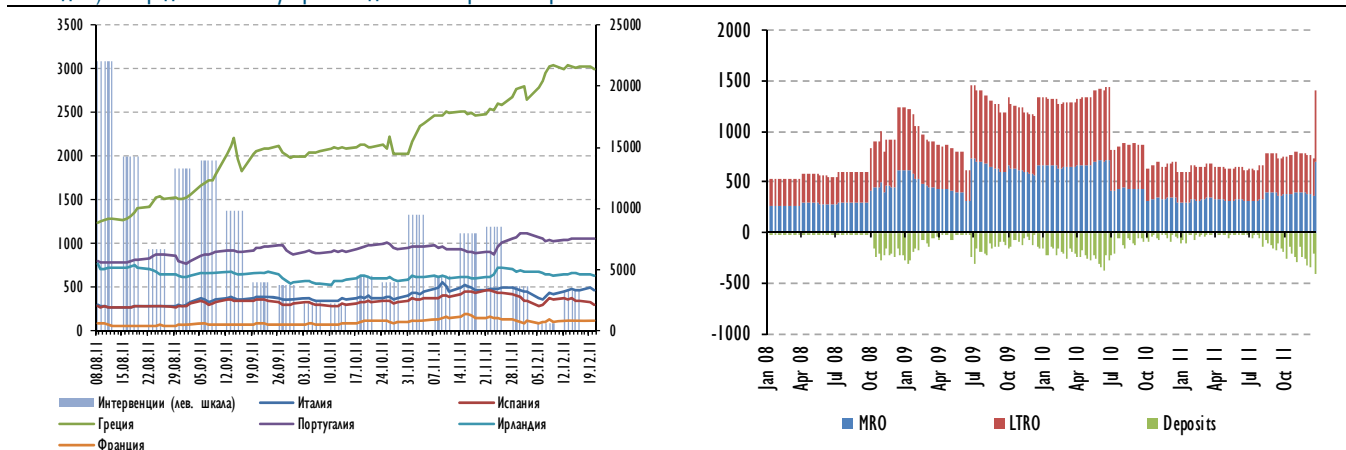
Отдельно отметим заявление члена совета директоров ЕЦБ Лоренцо Бини Смаги, который считает, что **Европейский Центробанк не должен увлиивать от использования QE** в случае усиления рисков дефляции в экономике еврозоны. В свою очередь представители ЕЦБ дали понять, что готовы предпринять эти шаги в случае угрозы «ликвидной ловушки» в ряде стран еврозоны.



Из других заявлений представителей ЕЦБ обратим внимание на обсуждение такой возможности, как ограничение доходности или спреда к Bunds по суверенным облигациям проблемных стран, что должно положительно сказаться на рынке долгов. Подобные шаги должны быть положительно восприняты инвесторами.

Из стандартных наборов инструментов отметим, что ЕЦБ может как минимум еще один раз снизить ставку рефинансирования на 0,25 п.п. до 0,75% в 1К12. В случае более сильного замедления экономики еврозоны в начале года, мы не исключаем еще одного снижения процентной ставки и во 2К12.

Недельный объем интервенций ЕЦБ на рынке облигаций (млн евро, лаг 1 неделя) и спред 10-летних суверенных долгов выборочных стран к Bund10 | Депозиты и кредиты (MRO, LTRO) ЕЦБ, млрд евро



Источник: Bloomberg

Источник: Bloomberg

Чего ожидать?

Если еще в начале осени 2011 г. вероятность разрушения зоны евро была ничтожно мала и основными альтернативными вариантами развития событий были контролируемый и неконтролируемый дефолт Греции (с негативными последствиями для финансовой и банковской системы Европы), то в декабре 2011 г. представители бизнеса старались в срочном порядке набросать план действий на случай развала зоны евро.

В настоящее время мы полагаем, что европейские политики и экономисты будут рациональны и приложат максимум усилий с целью избежать вариантов событий с самыми непредсказуемыми последствиями (неконтролируемый дефолт Греции, полный развал зоны евро и отказ от единой валюты).

Наиболее вероятным сценарием является **сохранение валютного союза и постепенный переход к общей бюджетной политике в рамках фискального пакта**, т.е. тот вариант, который страны ЕС и ЕЦБ стараются реализовать в настоящее время, и об основных этапах и предпринятых шагах которого было упомянуто выше («Есть ли у Европы антикризисная программа?», «ЕЦБ в ожидании действий»).

Насколько велики шансы успешно реализовать данный наиболее благоприятный вариант развития событий – станет понятно уже в марте 2012 года, а первые результаты можно ожидать уже по итогам встречи лидеров ЕС в конце января 2012 г.

Мы ожидаем, что на протяжении этого времени сохранится давление на евро, и казначейские облигации США останутся практически вне конкуренции в качестве «безрискового актива» для глобальных инвесторов, что будет оказывать поддержку американской валюте. Мы считаем, что с фундаментальной точки зрения оправдан средний курс евро по отношению к доллару на уровне 1,25–1,3 долл. Если разница в процентных ставках между США и Европой сократится сильнее, чем ожидается сейчас (консенсус-прогноз предполагает как минимум еще одно снижение ключевой ставки рефинансирования ЕЦБ в течение следующих 12 месяцев, до 0,75%), то евро может упасть до 1,2–1,25 доллара.



Альтернативным вариантом развития событий могла бы стать разработка механизма выхода из еврозоны, что может привести к образованию другого валютного союза с меньшим числом участников и, вероятно, более интегрированного.

Когда в декабре 1998 года ряд стран ЕС официально приняли евро в качестве единой денежной единицы, условия валютного союза не предусматривали возможности выхода или исключения стран из еврозоны, помимо случаев, когда страна одновременно покидает и Евросоюз. Насколько нам известно, в настоящее время страны еврозоны не предпринимают конкретных шагов для разработки механизма исключения стран из еврозоны. Разработка этих мер, очевидно, поставила бы крест на основном варианте (см. выше).

В случае реализации данного сценария Греция (и другие проблемные страны GIIIPS), наиболее вероятно, столкнется с существенной девальвацией национальной валюты относительно обменного курса, зафиксированного на момент вступления страны в еврозону. Результатом этого может стать резкий рост номинального долга и неизбежный дефолт по теперь уже внешним обязательствам. Что касается влияния девальвации на реальную экономику, оно может оказаться меньшим, чем ожидается. Хотя отечественные товары и услуги безусловно станут более конкурентоспособными, невыполнение обязательств перед кредиторами, вероятно, приведет к оттоку капитала и будет препятствовать привлечению долгосрочных инвестиций.

Что касается стран, которые останутся в еврозоне, для них исключение проблемных стран из валютного союза может оказаться благоприятным, так как регион избавится от финансово недисциплинированных членов. Вместе с тем, хотя конкурентоспособность ряда стран (например, Германии) может сильно не пострадать от укрепления европейской валюты, для других членов еврозоны поддержание долгосрочных темпов роста при сильной валюте может оказаться затруднительным. Следовательно, экономический рост в регионе может замедлиться или смениться рецессией.

Даже если евро ослабнет после выхода ряда стран из членов еврозоны из-за сомнений в целостности валютного союза, негативное влияние оттока капитала, вероятно, нивелирует преимущества от ослабления валюты.

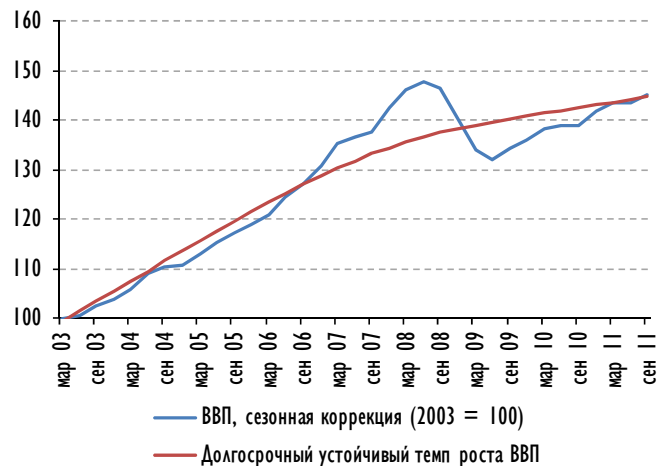


РОССИЙСКИЕ ТЕМЫ

Российская экономика: основные тренды

После достижения локального минимума в середине 2009 года (на основе сезонно сглаженных показателей) российской экономике потребовалось 9 кварталов, чтобы восстановиться до предкризисных уровней производства. Согласно последним данным Росстата, сезонно сглаженный ВВП (в постоянных ценах 2008 г.) вырос до 10,376 трлн руб. в 3К11; в последний раз этот уровень наблюдался в 3К08. Однако объемы производства по-прежнему на 1,7% ниже предкризисного пика (достигнутого во 2К08).

ВВП России приближается к докризисному уровню



Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

Парадокс новой реальности для России проявился в 2011 г., когда повышение прогнозов нефтяных цен не сопровождалось аналогичным увеличением оценок ожидаемого ВВП (напротив, большинство прогнозов были понижены). Хотя существенное падение цен на сырье стало причиной обвала российского ВВП на 7,8% в 2009 г., их восстановление оказалось недостаточным для выхода темпов экономического роста на докризисные уровни. Иными словами, чувствительность темпов экономического роста России к динамике цен на нефть, по-видимому, выше, когда цены на сырье находятся на нисходящем тренде. Следовательно, даже если цены на нефть в следующем году вырастут, влияние этого на российскую экономику будет ограниченным.

Кроме того, по нашим оценкам, **российская экономика в настоящий момент оперирует на грани полной занятости производственных ресурсов** (иными словами, разрыв между реальным и потенциальным объемом ВВП сейчас близок к нулю). Это означает, что *текущий уровень* производства в долгосрочной перспективе устойчив, однако рост в этом периоде, скорее всего, невозможен без увеличения экономического потенциала, который напрямую связан с производительностью труда и объемом инвестиций. Но судя по всему, компании не хотят повышать инвестиционную активность на фоне неопределенных перспектив спроса на их продукцию: увеличение инвестиций в основной капитал в течение 2011 года было весьма волатильным, однако сезонно сглаженный показатель остался практически неизменным и составил порядка 5,0–6,0% в год, чего едва хватает, чтобы поддерживать существующие мощности в рабочем состоянии.

Отметим также, что увеличение инвестиций не следует рассматривать как панацею для экономики. Из-за низкой конкурентоспособности российских промышленных товаров (более подробно об этом ниже, в разделе о вступлении в ВТО) увеличение инвестиций неизбежно приведет к соответствующему росту импорта. Последнее может быть частично нивелировано ослаблением рубля и связанным с этим ростом привлекательности отечественной продукции, но для этого требуется либо внешнее давление (например, отток капитала в результате мирового финансового кризиса), либо политическая воля (приоритет



сбалансированного бюджета над социальными обязательствами), либо комбинация этих двух факторов. Более подробно об этом – в разделе о российском рубле.

В результате мы ожидаем замедления роста реального ВВП в 2012 г. до 3,5% при условии, что темпы роста инвестиций останутся теми же, что и в 2011 г. (около 6,0%). В действительности же, чтобы увеличить производственные мощности, рост инвестиций должен более существенно опережать темпы экономического роста, так как часть этих инвестиций, скорее всего, будет направлена на поддержание работоспособности и замену существующих мощностей. Мы бы также хотели отметить риск дальнейшего замедления в случае негативных изменений внешней конъюнктуры. Падение средней цены на нефть до 90–95 долл./барр. (что подразумевает весьма небольшой запас прочности для экономики) может привести к стагнации, однако вероятность рецессии (при средних ценах на уровне 80 долл. или ниже) выглядит низкой.

Вступление в ВТО

Недавно произошло долгожданное вступление России во Всемирную торговую организацию, и у экспертов пока нет единого мнения в отношении возможных его последствий для экономики и финансовых рынков.

Сравнение средних темпов роста ВВП перед вступлением в ВТО и после него для отдельной выборки стран не дают четкой картины улучшения, даже если исключить из нее такие нерепрезентативные страны, как, например, Украина. В этой стране на изменение темпов роста могло повлиять время вступления в ВТО (сразу после кризиса); кроме того, длительность членства страны в организации, возможно, слишком коротка, чтобы основывать на ней какие-либо выводы. По нашему мнению, потенциальные выгоды от вступления в ВТО для внешней торговли частично нивелируются снижением конкурентоспособности отечественных производителей (что, вероятно, ждет и Россию).

Хотя расширение ВТО благоприятно для мировой экономики, его влияние на отдельные страны неоднозначно. Вместе с тем мы уверены, что на российской экономике эффект от вступления едва ли проявится в ближайшем будущем, так как переходный период может занять 7–9 лет.

Сравнительные темпы роста стран до и после вступления в ВТО

Страна	Год вступления в ВТО	10 лет, предшествующие вступлению в ВТО	10 лет с момента вступления в ВТО	Изменение темпов роста
Бразилия	1995	2,9%	2,5%	-0,4 п.п.
Китай	2002	10,3%	10,6%	0,3 п.п.
Индия	1995	5,2%	6,1%	0,9 п.п.
Мексика	1995	2,6%	2,5%	-0,1 п.п.
Южная Африка	1995	0,8%	3,1%	2,3 п.п.
Турция	1995	4,1%	4,2%	0,1 п.п.
Украина*	2008	5,7%	-1,2%	-6,9 п.п.
Венесуэла	1995	2,6%	1,0%	-1,6 п.п.
Среднее	–	–	–	-0,7 п.п.
Среднее (без учета Украины)	–	–	–	0,2 п.п.

Источник: МВФ, расчеты Газпромбанка

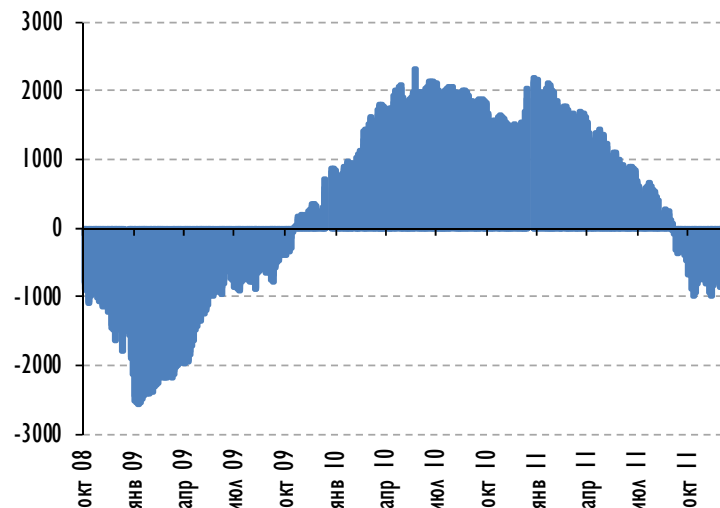


Состояние ликвидности

2011 г. протестировал банковские балансы на наличие ликвидности

Ситуация с ликвидностью на российском денежном рынке ухудшалась практически на протяжении всего 2011 года. Основным индикатором негативной тенденции мы считаем снижение чистой ликвидной позиции банков (ЧЛП = разница между суммой ликвидных активов и объемом краткосрочных обязательств на балансах), причем критической ситуация стала в сентябре, когда ЧЛП преодолела нулевую отметку и прочно закрепилась в зоне отрицательных значений.

Динамика ЧЛП российских банков, млрд руб.

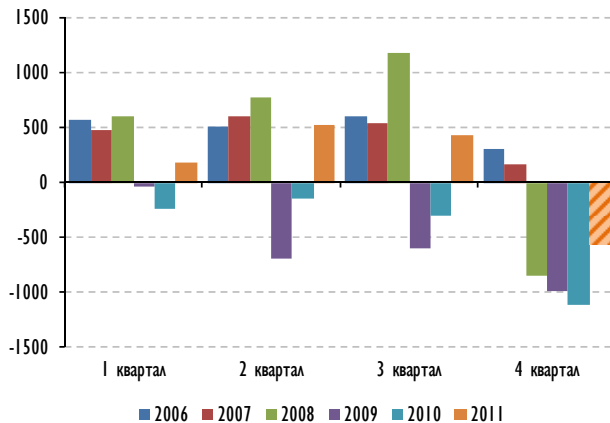


Источник: ЦБ РФ, Минфин, расчеты Газпромбанка

- ▶ **Госсектор на протяжении года осуществлял абсорбирование ликвидности:** федеральный бюджет был исполнен с дефицитом только в феврале (69 млрд руб.), апреле (14,9 млрд руб.) и ноябре (56,6 млрд руб.). При этом профицит федерального бюджета по итогам 11 месяцев составил 1343,2 млрд руб. По доходам бюджет исполнен на 91,1% (практически равномерное распределение доходов по месяцам), в то время как по расходам – всего на 79,3%.
- ▶ **Профицит по итогам года может составить 0,6–0,8% ВВП,** однако меньший приток ликвидности из госсектора, по всей видимости, будет компенсирован переносом долга перед Минфином на начало следующего года. Текущая задолженность банков по бюджетным депозитам с погашением в 2012 г. составляет 571 млрд руб. Это также, на наш взгляд, позволит ослабить сезонную напряженность с ликвидностью в начале следующего года, которая традиционно формируется под воздействием резкого сокращения госрасходов при стабильном изъятии средств из банковской системы путем сбора налогов.
- ▶ **Валютные интервенции ЦБ:** если в первом полугодии 2011 г. ЦБ покупал валюту с целью предотвращения чрезмерного укрепления рубля (под воздействием внешних факторов), то в начале осени, с усилением оттока капитала из РФ на фоне дестабилизации ситуации в еврозоне, ЦБ был вынужден перейти к продаже резервов, в результате чего политика Банка России на forex также превратилась в инструмент абсорбирования ликвидности.

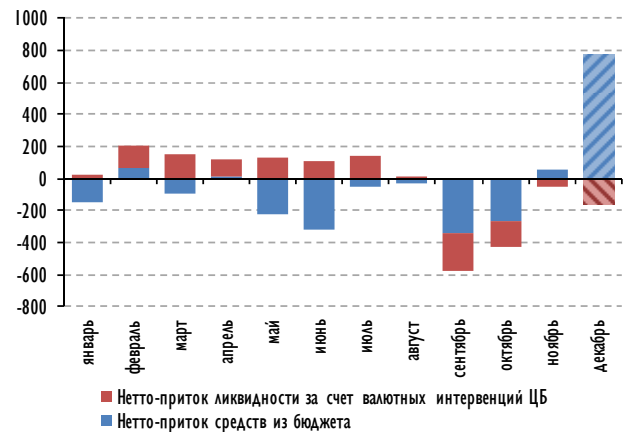


Сальдо федерального бюджета: притока ликвидности приходится ждать до последнего (млрд руб.)



Источник: Росказна, Минфин, расчеты Газпромбанка

Статистика исполнения бюджета и интервенций ЦБ на валютном рынке в 2011 г., млрд руб.

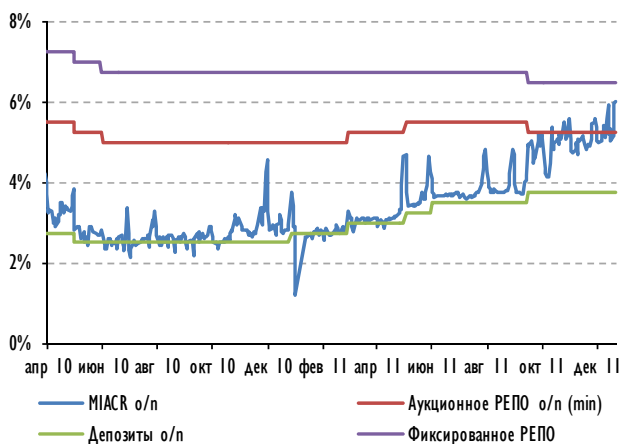


Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

- **Кредитование банковского сектора:** органы денежно-кредитного регулирования были вынуждены компенсировать выпадающую ликвидность за счет предоставления / продления сроков размещения средств. Ситуация усложнялась тем, что дешевизна заемных средств в ЦБ, по всей видимости, имела побочный эффект в виде увеличения спекулятивной активности банков на валютном рынке.

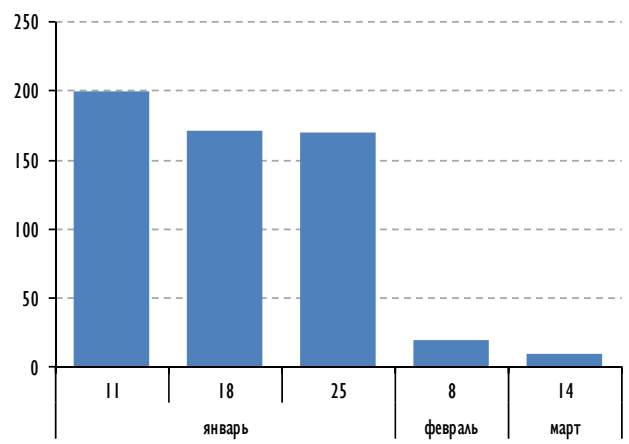
В результате стоимость заимствования о/п на рынке МБК возросла с 2,6% на начало года до более чем 6,0% к концу декабря (+343 бп), а ставки по операциям однодневного междилерского РЕПО на ММВБ под залог облигаций выросли более чем в 2 раза – с 3,2% в январе – феврале до 6,56% к 22 декабря.

Таргетируемый коридор ставок ЦБ и фактическая стоимость заимствования на рынке МБК



Источник: ЦБ РФ

График возврата средств с депозитов Минфину в 2012 г. (млрд руб.)



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Мы полагаем, что в 2012 г. влияние на динамику ставок межбанковского кредитования и баланс ликвидности в банковском секторе продолжат оказывать те же факторы, что и в уходящем году. Ситуация усложняется тем, что банки начнут год с задолженностью перед ЦБ и Минфином свыше 1,0 трлн руб. (в 6 раз больше, чем было на начало 2011 г.), причем большинство инструментов предоставления ликвидности носит краткосрочный характер и потребует рефинансирования не позднее марта 2012 г. Немного сгладить отток ликвидности в первом квартале, вероятно, поможет сезонное сокращение объема наличности в обращении, в результате чего депозиты банков могут пополниться на 250–400 млрд руб.



Основные факторы влияния на ликвидность в 2012 г.

Согласно основным направлениям денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России, в предстоящий трехлетний период регулятор завершит переход к таргетированию инфляции. При этом реализация ДКП будет происходить в условиях гибкого курсообразования: ЦБ сохранит присутствие на рынке форекс исключительно с целью сглаживания избыточной волатильности обменного курса рубля, не оказывая влияния на тенденции в его динамике, обусловленные фундаментальными факторами. Тем не менее внешние факторы в совокупности с внутренними дисбалансами могут внести свои коррективы в осуществление планов ЦБ.

Российский рубль: большая свобода или «новое равновесие»?

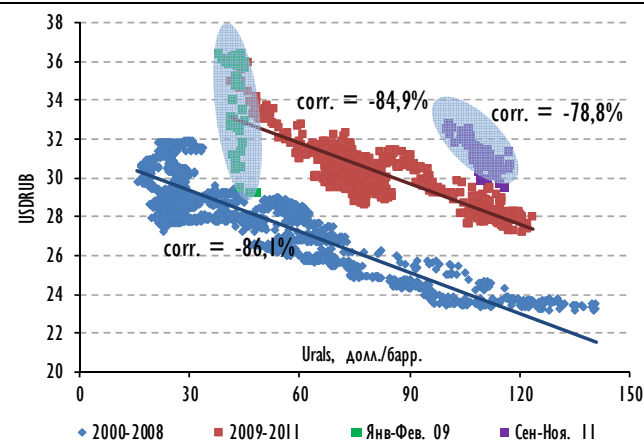
Долгосрочная взаимосвязь между обменным курсом рубля к доллару США и ценой на нефть марки Urals была довольно значимой. Показатель корреляции в долгосрочном периоде не опускался ниже 0,85 (по абсолютному значению), а чувствительность курса российской валюты к изменениям цен на нефть оставалась почти постоянной: с удорожанием барреля Urals на 1 доллар рубль в номинальном выражении укреплялся на 7 копеек.

В то же время мы хотели бы обратить внимание на следующие отклонения от «нормы»:

- ▶ За последние 12 лет мы наблюдали два периода, когда привычная взаимосвязь между двумя переменными давала сбои: в январе–феврале 2009 г. и в сентябре–октябре 2011 г.

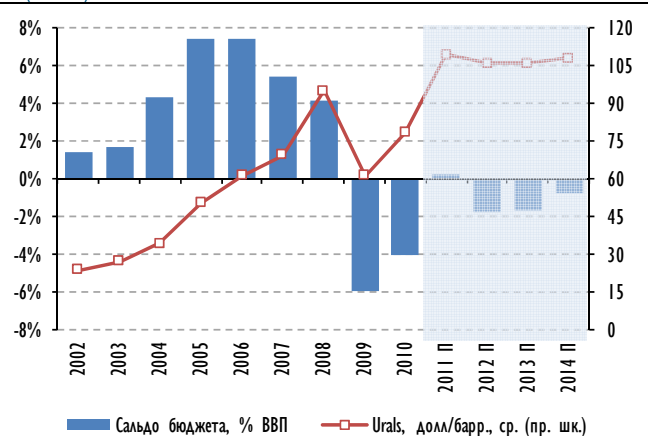
В начале 2009 г. произошла резкая девальвация рубля, несмотря на то, что цены на нефть достигли локального минимума и прекратили падать. Осенью же 2011 г. курс рубля следовал за динамикой цен на нефть, однако в среднем чувствительность курса к изменениям цен на сырье была выше, чем обычно. Подобные отклонения от исторической взаимосвязи могут объясняться оттоком спекулятивного капитала, который усиливался в периоды обострения напряженности на мировых финансовых рынках. Показатели среднедневного оборота на валютном рынке в течение обоих указанных периодов были сопоставимы и составляли 6,5–6,8 млрд долл., что превышало средний показатель за 2005–2011 гг. более чем вдвое.

Взаимосвязь между ценами на нефть и номинальным курсом рубля



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Сальдо федерального бюджета: историческая динамика и прогноз на 2012–2014 гг. (% ВВП)



Источник: Минфин, ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

- ▶ После окончания острой фазы кризиса обычная связь между валютным курсом и динамикой цен на нефть восстановилась, однако каждому уровню обменного курса соответствовала более высокая цена на нефть.



Это указывает на то, что роль других фундаментальных факторов в определении обменного курса по сравнению с докризисным периодом увеличилась:

- Более высокий уровень неприятия риска инвесторами: во время кризиса произошла переоценка глобальных рисков инвесторами, в результате чего спрос на активы в развивающихся странах в целом и России в частности существенно сократился.
- Переход к стимулирующей фискальной политике на рубеже 2008 и 2009 годов: бюджет РФ в 2000–2008 гг. исполнялся с профицитом, являясь инструментом абсорбирования рублевой ликвидности, а с 2009 года, несмотря на рост цен на нефть, федеральный бюджет исполняется с дефицитом, становясь источником рублевой ликвидности. Это, при прочих равных, приводит к ослаблению отечественной валюты.

Согласно закону о бюджете на 2012 год и на плановый период 2013–2014 гг., в течение следующих трех лет расходы правительства будут превышать доходы, несмотря на то, что цены на нефть, согласно прогнозам, опустятся ниже 100 долл./барр. только в 2013 г. (и то незначительно – до 97 долл. за баррель). Следовательно, послекризисная взаимосвязь между обменным курсом рубля и динамикой цен на нефть, вероятно, в ближайшее время сохранится, если только отток капитала не аннулирует положительное сальдо внешней торговли быстрее, чем мы того ожидаем.

На основе нашего базового прогноза цен на нефть (104 долл. за баррель марки Urals) и замедления роста импорта, ожидаемого на фоне слабого спроса, мы прогнозируем, что баланс внешней торговли России в течение всего 2012 года будет положительным и достаточным для обеспечения профицита счета текущих операций приблизительно на уровне 31,3 млрд долл. Это, по нашему мнению, способно в определенной степени поддержать курс рубля. Однако другой важный для курса рубля фактор – динамику баланса финансового счета – прогнозировать трудно ввиду его весьма высокой волатильности на фоне сохранения фундаментальных проблем глобальной экономики.

Мы ожидаем умеренного укрепления рубля в 1К12. Предположительно, недостаток благоприятных для этого внешних факторов будет компенсирован поддержкой со стороны ЦБ в преддверии президентских выборов в марте 2012 г. В дальнейшем рубль, как мы полагаем, будет снижаться по отношению к доллару США, а его курс к бивалютной корзине, вероятно, будет в меньшей степени подвержен колебаниям на фоне снижения курса евро/доллар. Мы прогнозируем средний курс доллара в 2012 году на уровне 30,9 руб. и ожидаем, что бивалютная корзина будет колебаться в диапазоне 34,5–36,5 руб., а средний ее курс по итогам года составит около 35,9 руб.

Политика ЦБ на валютном рынке и исполнение федерального бюджета

Расширение границ коридора допустимых колебаний стоимости бивалютной корзины ЦБ в 2011 г. и постепенное сокращение объема нецелевых интервенций со стороны Банка России – это, на наш взгляд, шаги к большей свободе курсообразования и, бесспорно, необходимые этапы на пути перехода к инфляционному таргетированию. Отдельные количественные индикаторы по-прежнему свидетельствуют о высокой степени присутствия ЦБ на рынке forex.

В частности, наш индекс свободы курса рубля (EMPR) показывает, что в течение года (за исключением августа, когда объем интервенций ЦБ достиг минимального значения за всю историю публикации данных) роль регулятора в установлении обменного курса была высокой: значение индекса преимущественно находилось ниже отметки в 50 пунктов (значение индекса EMPR на уровне 100 свидетельствует о свободном плавании рубля, а на уровне 0 – о жесткой привязке курса к какому-либо ориентиру).

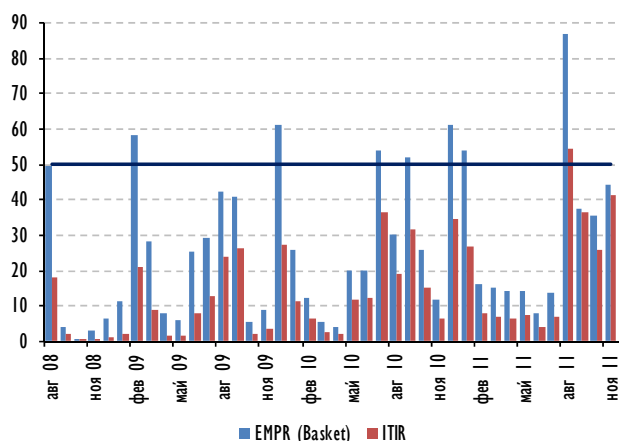
Кроме того, ранее мы делали предположение о том, что формального сокращения объема интервенций на валютном рынке недостаточно, чтобы однозначно констатировать уход от валютного таргетирования. Принимая



решение по ставкам, Банк России зачастую руководствуется не только оценкой инфляционных рисков, но также учитывает потенциальные последствия для курса рубля. Индекс, рассчитанный нами с поправкой на степень ориентированности процентной политики ЦБ на таргетирование валютного курса (ITIR), традиционно находится на более низком, чем EMPR, уровне, хотя в последние несколько месяцев разрыв между индикаторами существенно сократился. Это, на наш взгляд, указывает на то, что регулятор хоть и движется в направлении большей свободы курса национальной валюты, но пока не готов полностью отпустить рубль в свободное плавание и сохраняет контроль за курсообразованием. И несмотря на то, что макроэкономические показатели за 2011 г. могут быть использованы как подтверждение постепенной смены акцентов денежно-кредитной политики (годовой показатель роста ИПЦ, как ожидается, станет самым низким за всю новейшую историю России), замедлению инфляции во многом способствовали такие факторы, как замедление экономического роста, эффект высокой базы и укрепление рубля в 1П11.

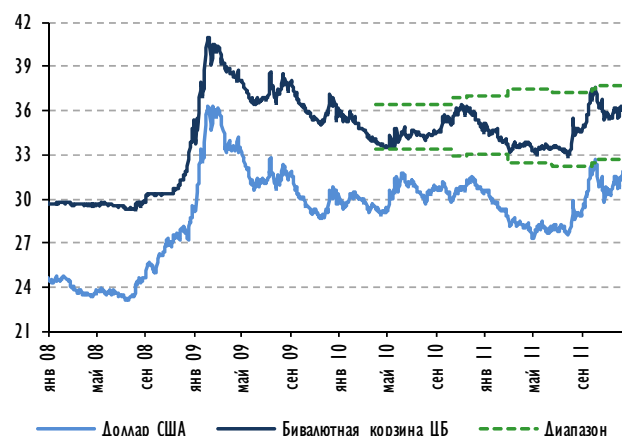
Не противоречат данной логике и итоги декабрьского заседания Совета директоров ЦБ, на котором было принято решение снизить на 25 б.п. ставки по отдельным операциям предоставления ликвидности на фиксированных условиях и одновременно повысить ставку по депозитным операциям (также на 25 б.п.). Последнее, на наш взгляд, направлено на повышение привлекательности хранения средств в рублях, в то время как понижение фиксированной ставки по кредитным операциям способно несколько ослабить напряженность с ликвидностью на денежном рынке.

Индекс свободы рубля с поправкой на приоритетность валютного таргетирования (ITIR) и без (EMPR), пункты



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, Росстат, расчеты Газпромбанка

Динамика курса рубля к доллару и бивалютной корзине



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ

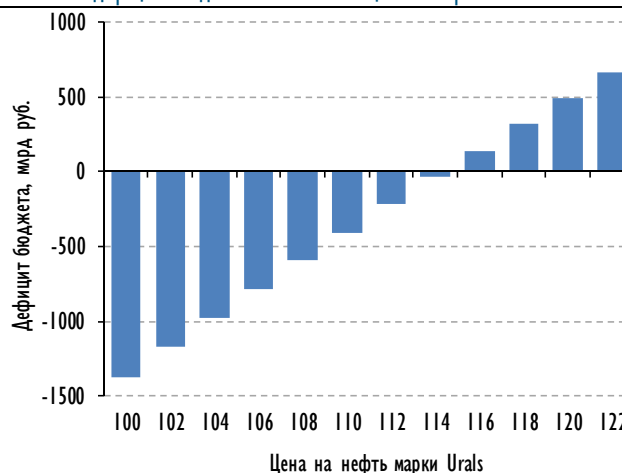
Снижение объемов валютных интервенций усложняется тем, что политика предоставления рублевого финансирования для кредитных организаций в большом объеме со стороны ЦБ способствует росту спекулятивной активности банков на рынке forex. Задолженность банков перед ЦБ по различным инструментам рефинансирования возросла с 5–10 млрд руб. летом до более чем 1,0 трлн к концу декабря. Причем основное увеличение объема требований ЦБ к кредитным организациям по операциям предоставления ликвидности совпало по времени с началом ослабления рубля в августе – сентябре.

Таким образом, если внешние факторы не будут поддерживать рубль (способствовать его укреплению), ЦБ вряд ли станет нетто-поставщиком ликвидности для российского банковского сектора. В случае же сохранения спекулятивного давления на валюту ЦБ может ограничить объемы кредитования банков, вынуждая их продавать валюту для финансирования текущих обязательств. Напряженность на рублевом денежном рынке в результате подобных действий регулятора может существенно возрасти. Отметим также, что несмотря на то, что бюджет на 2012 г. сверстан с дефицитом в размере 876,5 млрд руб., в первом полугодии госсектор, по



всей видимости, останется нетто-абсорбентом ликвидности из-за неравномерности распределения расходов правительства. Тем более что ослабление рубля может привести к тому, что фактический дефицит бюджета по итогам года окажется меньше запланированного из-за специфики его валютной структуры: доходная часть в значительной степени формируется за счет поступлений от экспортных пошлин (приток иностранной валюты), в то время как расходы преимущественно осуществляются в рублях.

Анализ чувствительности дефицита бюджета к изменению цен на нефть



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Основные заключения

Мы полагаем, что ситуация с ликвидностью будет оставаться напряженной, особенно в первой половине года. Это будет связано с рядом моментов, среди которых **(1) исполнение бюджета с профицитом, (2) уже имеющаяся высокая задолженность по операциям рефинансирования ЦБ и Минфина, а также (3) необходимость поддержки курса рубля** Банком России в преддверии президентских выборов. В третьем квартале на фоне погашения ОФЗ на сумму 253,6 млрд руб. ситуация может немного улучшиться, однако значительная часть этих средств может пойти на финансирование новых госзаимствований. В четвертом – поддержку денежному рынку окажет поступление запланированных бюджетных расходов, однако есть риск, что притока ликвидности придется ждать до конца декабря, как в году уходящем.

Основные источники пополнения и абсорбирования ликвидности в 2012 г., млрд руб.

Источник	1К12	2К12	3К12	4К12	Год
Бюджет, нетто-поступления	-500	-300	-200	1876,0	876,0
Госзаимствования*	-310,5	-150	-353,6	-223,7	-1037,8
Погашение ОФЗ	60,5	0	253,6	87,1	401,2
Купонные выплаты по ОФЗ	47,1	12,6	46,9	15,3	121,9
Депозиты Минфина, нетто-изменение	250	150	100	-1071	-571,0
Сальдо операций ЦБ ("+" приток, "-" отток)	-50	-50	100	0	0,0
Изменение объема наличности	200	0	0	-400	-200,0
Итого	-302,9	-337,4	-53,1	283,7	-409,7

* С поправкой на профицит бюджета на начало 2012 г.

Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

Мы полагаем, что стоимость заимствования останется под давлением в связи с сохранением напряженности на денежном рынке – по крайней мере, на протяжении первой половины года. Тем не менее мы полагаем, что фиксированный процент по инструментам рефинансирования ЦБ может стать эффективным потолком для ставок МБК (в настоящий момент этот потолок находится на уровне 6,25%). И хотя потенциал дальнейшего сужения дифференциала ставок по операциям изъятия и предоставления средств ЦБ существует (сейчас фиксированная ставка РЕПО превышает доходность депозитов в ЦБ на 225 б.п.) и составляет, по нашим оценкам, порядка 75–100 б.п., он будет сужаться отнюдь не только за счет



понижения верхней границы. Мы полагаем, что в случае угрозы для стабильности рубля, ставка по депозитам может быть повышена на 25–50 б.п. Таким образом, мы не исключаем, что фиксированная ставка по операциям РЕПО с ЦБ может быть понижена на 50 б.п. по итогам 2012 г.

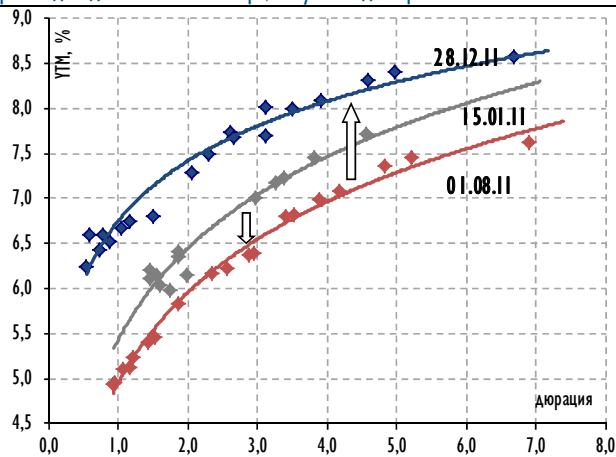
Отметим также, что с учетом политики по рациированию лимитов на аукционах РЕПО, ЦБ вряд ли заинтересован в существенном удешевлении выдаваемых банкам средств, поэтому мы не ожидаем резкого понижения фиксированных ставок по операциям Банка России. Таким образом, ставки МБК, вероятно, будут колебаться в диапазоне 5,25–6,0% на протяжении большей части следующего года и могут начать понижаться не ранее третьего квартала. Отметим, что эффективной нижней границей в условиях дефицита ликвидности станет уже не депозитная ставка, а стоимость заимствования под залог ценных бумаг (через операции РЕПО), поскольку участники рынка МБК в отсутствие избытка средств на балансе будут, вероятно, требовать премию за предоставление финансирования.



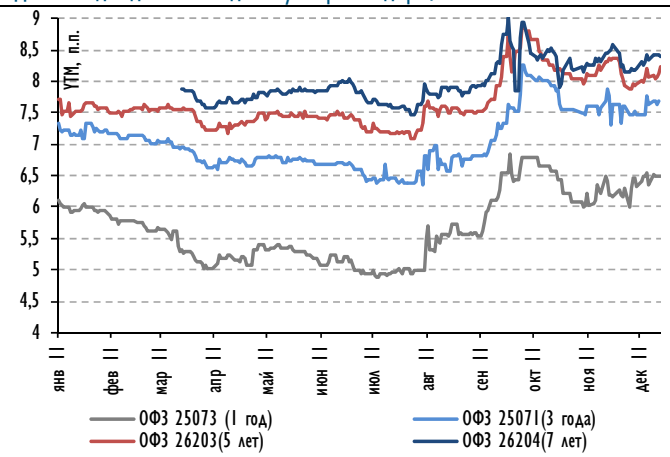
Тренды рублевого рынка

Рублевые ставки

2011 год многие как российские, так и глобальные игроки начали с существенными объемами избыточной ликвидности. Вероятно, именно этим фактом объясняется снижение доходности ОФЗ в период с начала года до конца июля на 40–50 б.п. Затем, однако, под давлением внешней волатильности (из отдельных триггеров можно вспомнить понижение кредитного рейтинга США агентством S&P), котировки начали проседать – рост доходности ОФЗ за остаток года составил 90–170 б.п. Дополнительным фактором дестабилизации рынка российских госбумаг стало резкое ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью в 4К11.

Кривая доходности ОФЗ в январе, августе и декабре 2011

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Динамика доходности ликвидных бумаг разной дюрации в 2011 г.

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

В 2011 году «короткие» ОФЗ пострадали больше всего при значительной амплитуде изменения доходности. Так, в июле доходность ОФЗ-25073 пробивала вниз 5%-ный уровень, после чего выросла почти на 150 б.п. к концу года вслед за ставками денежного рынка, которые за аналогичный период прибавили порядка 200 б.п. Доходности средне- и долгосрочных выпусков ОФЗ прибавили по итогам года порядка 50–60 б.п.

Обратим внимание, что после шокового роста доходностей ОФЗ до максимумов в конце сентября 2011 г., произошла небольшая коррекция вниз (порядка 50–75 б.п.) – видимо, моментальная негативная психологическая реакция сошла на «нет». Затем, в ноябре-декабре, доходности продолжили колебаться на новых уровнях с амплитудой 0,20-0,25 п.п. (см. график выше).

Мы полагаем, что напряженная ситуация с рублевой ликвидностью сохранится как минимум на протяжении 1К12, и ожидаем, что ставки останутся близкими к значениям ноября-декабря 2011 г. Мы не исключаем возврата ставок к недавним максимумам (+25-50 б.п.) при дальнейшем ухудшении ситуации с ликвидностью, однако вряд ли они превысят уровни конца сентября 2011 г. в отсутствие новых внутренних или внешних шоков.

Улучшений вряд ли стоит ожидать раньше второй половины 2012 года, когда, возможно, снизится напряженность с ликвидностью, особенно если ЦБ РФ решится на снижение фиксированной ставки по операциям РЕПО (потенциал снижения мы оцениваем до 50 б.п. (см. Основные заключения в разделе «Состояние ликвидности»). Можно ожидать как минимум сопоставимого снижения доходности по долговым бумагам.

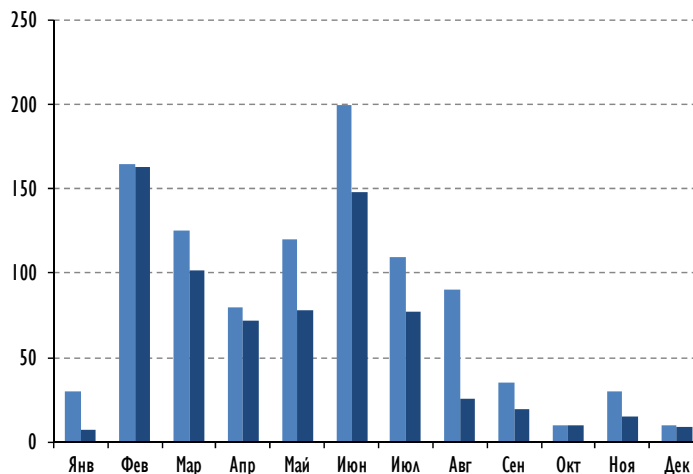
При этом важно помнить, что влияние на ставки денежного рынка могут оказывать и другие действия ЦБ, предпринимаемые в отношении денежно-кредитной политики по предоставлению ликвидности и по курсовой политике, а также решения Минфина – как по новым аукционам ОФЗ, так и по размещению средств на депозитах в банках, включая новый (обеспеченный) механизм. Поддержку облигационному рынку может также оказать улучшение рыночной инфраструктуры.



Минфин: заимствования и депозиты

В 2011 г. Минфин разместил ОФЗ на 756 млрд руб. при сравнительно благоприятной ситуации с ликвидностью в первые 8 месяцев 2011 г. При этом в 4К11, когда стал ощутим дефицит средств, Минфин разместил всего 25 млрд руб., т.е. почти в 10 раз меньше, чем в среднем за 1–3 кварталы.

Динамика объемов размещения и предложения ОФЗ в 2011 г., млрд руб.



Источник: Минфин, Газпромбанк

В 2012 г. реализовать планы по заимствованиям на рублевом рынке будет непросто, особенно в 1 квартале. Программа заимствований Минфина на следующий год составляет 1,2 трлн руб. (нетто), при этом мы не думаем, что Министерство решится занимать любой ценой на внутреннем рынке в первой половине года. Тем более что есть запас прочности, и не в правилах Минфина формировать у рынка ожидания премии при размещении.

На депозитах банков на начало 2012 г. будет размещено порядка 570 млрд руб., кроме того, в первые месяцы года бюджет, скорее всего, будет исполняться с профицитом. У Минфина также остается возможность выпустить еврооблигации.

Важным событием нового года станет введение механизма предоставления ликвидности Минфина под залог госбумаг. В настоящее время задолженность российских банков по операциям прямого РЕПО составляет чуть менее 1,0 трлн руб. (мы предполагаем, что основу обеспечения по сделкам составляют как раз ОФЗ). Таким образом, если 570 млрд руб. бюджетных денег перейдут из разряда необеспеченных в «обеспеченные ОФЗ», объем госбумаг, находящихся в залоге у регуляторов, может существенно вырасти. Ожидается, что введение этого механизма произойдет не ранее 2 квартала, что может привести к увеличению спроса инвесторов на ОФЗ и к еще большему расширению спреда между ОФЗ и бумагами первого эшелона.

Развитие инфраструктуры российского рынка

В 2012 году влияние на кривые доходности может оказать улучшение инфраструктуры объединенной биржи РТС-ММВБ. По заявлениям представителей Минфина во 2–3 квартале 2012 г. планируется:

- ▶ объединение торговых секций биржи РТС-ММВБ, что предоставит возможность проводить операции с одного счета;
- ▶ введение режима торгов Т+3 для рублевых облигаций;
- ▶ начало проведения расчетов через Euroclear.

Среди основных факторов благоприятного влияния на российский рынок отметим:

- ▶ возможность осуществления инвесторами-нерезидентами сделок с единого счета;
- ▶ снижение транзакционных издержек инвесторов (предоставление единой услуги);



- ▶ расширение базы инвесторов российского рынка облигаций за счет иностранных участников;
- ▶ возможный рост интереса к бумагам российских эмитентов, не имеющих в настоящее время выпусков евробондов (ФСК ЕЭС, Атомэнергопром, АИЖК, Газпром нефть).

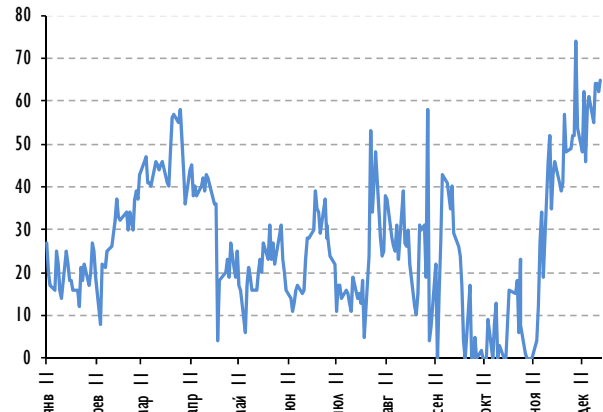
Мы ожидаем сужения спреда между рублевыми облигациями и рублевыми евробондами, который для суверенных выпусков (в частности ОФЗ-26204 и RUSSIA 18) в настоящее время составляет около 75 б.п. В результате перехода рублевого рынка на клиринг через Euroclear спред может сузиться до минимума (0–25 б.п.) как за счет роста доходности еврооблигаций, так и за счет снижения доходности рублевых облигаций.

Динамика спреда ОФЗ-26204 к RUSSIA18, б.п.



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Динамика спреда РЖД-10 к ОФЗ-25076, б.п.



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Торговые рекомендации

Из краткосрочных облигаций, которые уже входят или потенциально могут войти в Ломбардный список ЦБ РФ, мы в первую очередь рекомендуем обратить внимание на выпуски, размещенные в сложных рыночных условиях последних месяцев 2011 г.

Нам также видится оправданной стратегия формирования долгосрочной позиции в рублевых облигациях в 1К12 (в условиях возможного усиления дефицита ликвидности) в расчете на улучшение ситуации на рынке во втором полугодии в свете ожидания смягчения ДКП, а также расширения базы инвесторов за счет начала использования в расчетах системы Euroclear. В свете ожидания изменения правил проведения депозитных аукционов Минфином мы отдаем большее предпочтение выпускам ОФЗ, нежели корпоративным бумагам.



Глобальные тренды долгового рынка

Долгосрочные тренды. Население в большинстве развитых стран стареет – на пенсию уходят «бэбибумеры», корректируя стратегию управления активами в пользу большего консерватизма (инструменты денежного рынка и фонды облигаций). **Спрос на долговые инструменты, в т.ч. развивающихся рынков, в долгосрочной перспективе будет расти.**

Среднесрочные тренды. Крупнейшие экономики развитых стран в ближайшие годы будут заняты сокращением дефицита бюджета в условиях низкой деловой активности, т.е. ожидать заметного **роста предложения нового суверенного долга также не стоит, альтернативой должен стать корпоративный долг качественных эмитентов.**

В ближайшие несколько лет банки будут решать проблемы докапитализации и реструктуризации баланса, что должно привести к **сокращению объемов кредитования.** Кроме того, рост стоимости заимствований для самих банков, не позволяет предлагать кредиты на конкурентных условиях. Единственный выход для бизнеса в такой ситуации – занимать на долговом рынке, как это было в 2009 г.

Краткосрочные тренды. **Положительное влияние на долговой рынок может оказать нормализация ситуации на европейском денежном рынке.** Этому должны способствовать меры, принятые в декабре 2011 г. Если европейским политикам удастся убедить инвесторов в эффективности принимаемых мер, доверие будет восстановлено. Первые результаты можно ожидать в марте 2012 г. после того, как будет пройден пик платежей по суверенным и банковским долгам стран еврозоны, а также появится ясность в отношении национальных парламентов ключевых стран ЕС к идее создания фискального союза. На многие вопросы ответы будут даны в 1К12.

Динамика 3-месячного Euribor-OIS-спреда и 3-месячного EUR USD FX базисного свопа, б.п.



Источник: Bloomberg, МВФ

Вышеприведенный график свидетельствует о напряженной ситуации на денежном рынке еврозоны (конец 2008 – начало 2009 г. и август – октябрь 2011 г.), когда банки одновременно сталкивались с кризисом доверия (расширялся Euribor-OIS спред) и дефицитом долларовой ликвидности (расширение евродолларового свопа базиса). Начало сужения данных спредов может свидетельствовать о прохождении острой фазы текущего кризиса и послужить сигналом для начала формирования позиции в еврооблигациях.

Российские еврооблигации остаются перепроданными на фоне других бумаг развивающихся рынков

В начале октября 2011 г. снижение котировок российского сегмента еврооблигаций было больше среднего по развивающимся рынкам значения, притом что за последние пару лет большинство российских заемщиков продемонстрировали заметное улучшение показателей кредитоспособности. В результате спреда расширились на 130–160 б.п. – для суверенных



выпусков и более чем на 200 б.п. – для корпоративных бумаг. В случае восстановления рынков это дает основания полагать, что российские еврооблигации будут расти быстрее рынка.

Исторически еврооблигации российских эмитентов характеризуются завышенной «бетой» (растут и падают быстрее рынка). Отчасти, более высокая волатильность российских бумаг обусловлена низкой диверсификацией экономики и сильной зависимостью от экспорта энергоресурсов, значительная часть которых поступает в Европу. Еще одной из причин данной связи выступают отличия в базе инвесторов. Эмитенты из Латинской Америки более близки и понятны крупным американским фондам (в том числе реализующим консервативную инвестиционную стратегию). Вместе с тем одними из основных инвесторов в еврооблигации российских заемщиков на протяжении последних лет выступают европейские финансовые институты, которые в дополнение ко всему столкнулись в последние месяцы с проблемами с ликвидностью.

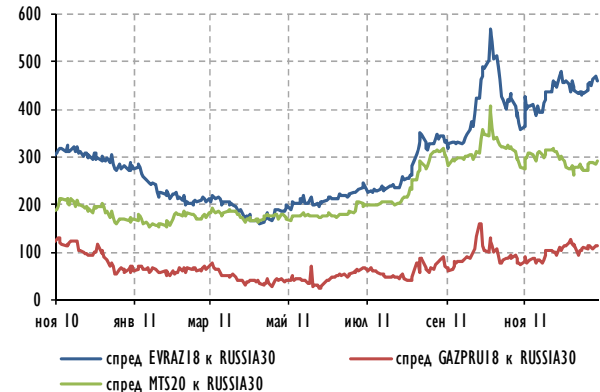
При этом важно отметить, что цены еврооблигаций эмитентов с кредитными рейтингами спекулятивного уровня падали быстрее, чем котировки бумаг эмитентов с инвестиционным рейтингом, что является закономерной реакцией рынков на увеличение рисков. Другими словами, спред российских еврооблигаций с кредитным рейтингом категории BB к RUSSIA 30 расширился на 150-200 б.п., для эмитентов с кредитным рейтингом категории «B» – на 200–250 б.п.

Спред RUSSIA30 к BRAZIL19, б.п.



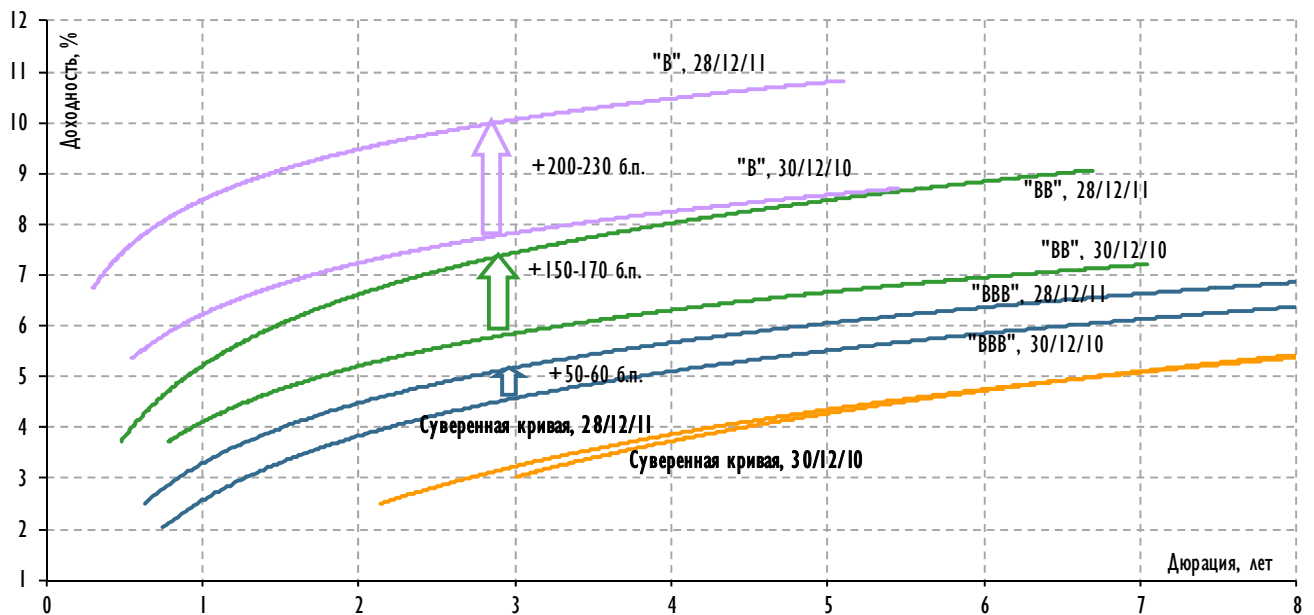
Источник: Bloomberg

Динамика спредов российских евробондов категории BBB и BB к суверенной кривой



Источник: Bloomberg

Кривые доходности российских еврооблигаций (банковские и корпоративные выпуски) с рейтингами BBB, BB и B на 28.12.11 и 30.12.10



Источник: Bloomberg



Рекомендации: стратегия «Event driven» vs «Distress situation»

В начале 2012 г. мы рекомендуем наблюдать за событиями в Европе: отслеживать эффективность реализации антикризисных мер, принятых лидерами стран ЕС, а также способность европейских стран и банков справляться с большим объемом рефинансирования в 1К12 (см. «Есть ли у Европы антикризисная программа?»).

Вероятно, что уже по итогам января можно будет сделать первые выводы – по какому из сценариев развивается ситуация в еврозоне (30 января должен состояться саммит ЕС). Большая ясность может наступить уже в марте.

Если ситуация будет развиваться в рамках нашего базового варианта (см. предыдущий раздел), мы рекомендуем постепенно наращивать позицию в рискованных активах, в т.ч. в российских еврооблигациях. Мы ожидаем сужения спреда RUSSIA30 к UST 10 с текущего уровня 260–270 б.п. до 180–200 б.п., как за счет роста доходности казначейских облигаций (25–50 б.п.), так и за счет снижения доходности российских бумаг.

Дальнейшее сокращение спреда мы связываем как с увеличением доходности UST10 в свете завершения «операции Твист» в середине года и возможного ускорения американской экономики во 2П12, так и с дальнейшим восстановлением аппетита к риску.

Динамика спреда RUSSIA 30 к UST 10



Источник: Bloomberg

Динамика российского 5-летнего CDS-спреда



Источник: Bloomberg

Важной точкой для корректировки стратегии могут стать заседания Комитета по открытым рынкам ФРС (13 марта или 25 апреля), на которых, возможно, будут даны сигналы о дальнейших шагах регулятора в свете завершения программы «операция Твист». В случае если динамика американской экономики будет заметно хуже ожиданий, то FOMC может дать понять, что готов к новым стимулирующим экономику мерам.

Если все же ситуация в Европе будет развиваться по неблагоприятному сценарию (неконтролируемый дефолт одной из стран еврозоны, или развал зоны евро), то вероятнее всего мы столкнемся с новой волной распродажи рискованных активов, в результате которой их цены могут обновить минимумы осени 2011 г. Возможно, это будет хорошей точкой входа для долгосрочных инвесторов. Напомним, что после распродажи российских еврооблигаций в 2008-2009 гг. на восстановление котировок и спредов ушло чуть более года.



Восстановление цены RUSSIA30, % от номинала



Источник: Bloomberg

Восстановление спреда RUSSIA30 к UST10, б.п.



Источник: Bloomberg



ВЗГЛЯД НА СЕКТОРА

Внешний долг России – усвоенные уроки 2008 года

По оценкам ЦБ РФ, на 1 октября 2011 г. внешний долг РФ (основная сумма) составил 519 млрд долл. (-19 млрд долл. к 1 июля 2011 г.). На долю краткосрочных обязательств (погашение в течение года) приходится порядка 12–14% всей задолженности или около 60–75 млрд долл., таким образом, среднюю срочность долга можно оценить в 7,0–8,7 лет. Суммарная задолженность по процентным платежам оценивается в 102 млрд долл. (107 млрд долл. на 1 апреля 2011 г.) – порядка 4–5 млрд долл. в квартал в 2011–2012 гг. В 4К11 в сумме РФ должна была выплатить около 38 млрд долл. (основной долг и проценты), пик приходится на декабрь – 17 млрд долл., из которых 8,5 млрд долл. – кредиты небанковскому сектору. В 2012 г. – 82 млрд долл., включая почти 16 млрд долл. процентных платежей.

Для сравнения: на 1 октября 2008 г. внешний долг России составлял 541 млрд долл., в т. ч. краткосрочный – 108 млрд долл. (20% всего долга, 5–6 лет – средний срок).

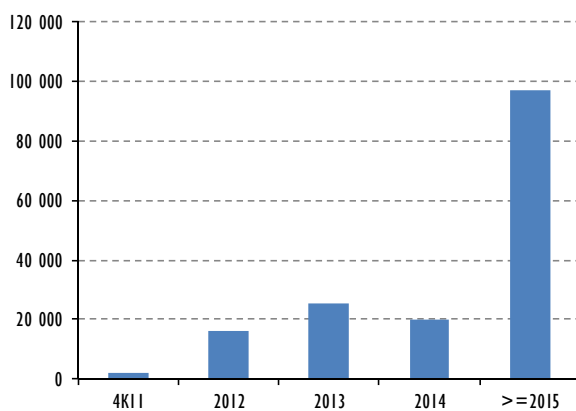
Сравнивая ситуацию осени 2008 и 2011 гг., очевидны некоторые выводы – время, прошедшее с кризиса 2008 г., российские компании использовали с целью улучшения временной структуры долга и ликвидности, чему в значительной степени способствовали низкие процентные ставки на долговых рынках. Кроме того, частные российские компании стали более консервативно подходить к финансовой политике, сфокусировавшись на общем сокращении долговой нагрузки и улучшении временной структуры долга. За это время кредитный риск российского долга в целом снизился.

Взгляд на эмитентов еврооблигаций

При анализе долговой нагрузки российских компаний важно принимать во внимание тот факт, что некоторые заемщики на внешнем рынке – это международные компании, и часть долга может не учитываться в официальной статистике РФ. Как правило, такими эмитентами / заемщиками являются структуры, зарегистрированные за пределами РФ и предоставляющие внутригрупповые займы для финансирования деятельности, в т. ч. на территории России. Следовательно, сравнивать официальную статистику с данными отчетностей компаний и банков по международным стандартам – не совсем корректно.

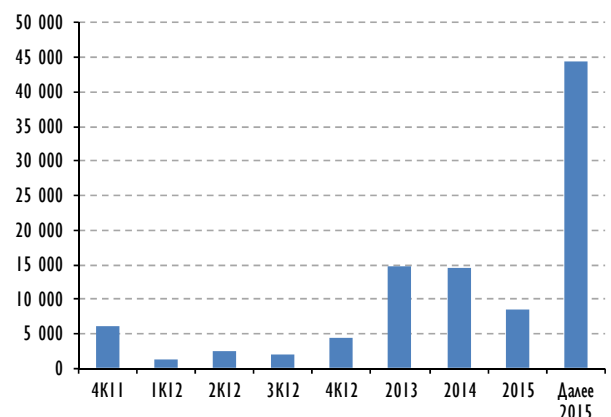
По состоянию на конец 2011 г. на рынке еврооблигаций было представлено более 40 российских эмитентов евробондов на общую сумму свыше 135 млрд в долларовом эквиваленте – около четверти объема всех эмиссий приходится на суверенные выпуски.

График погашения долга корпоративных эмитентов еврооблигаций на 01.10.2011 млн долл.



Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

График погашения долга банками-эмитентами еврооблигаций на 01.10.2011, млн долл.



Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка



Суммарная задолженность российских корпоративных заемщиков-эмитентов еврооблигаций оценивается нами в 155 млрд долл., значительная ее часть приходится на долг, номинированный в иностранной валюте (экспертная оценка – 70–80%). В 2012 г. компаниям необходимо будет погасить порядка 15 млрд долл.

Суммарный долг российских банковских заемщиков-эмитентов еврооблигаций мы оцениваем в 99 млрд долл., из которых в иностранной валюте – порядка 50%.

В целом данные эмитентов еврооблигаций свидетельствуют о невысоких рисках рефинансирования в краткосрочной перспективе.

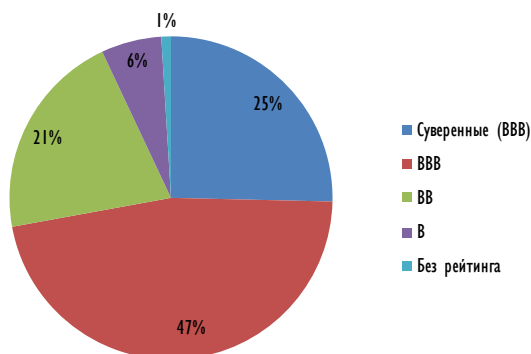
Кредитное качество российских эмитентов еврооблигаций улучшилось

Ожидание замедления экономики – негативная новость, в т. ч. для долговых обязательств с кредитными рейтингами ниже инвестиционного уровня; исторически риск дефолта таких облигаций возрастает в несколько раз. Однако эта закономерность не всегда соблюдается – важна последовательность бизнес- и кредитных циклов. После предыдущего пика дефолта (2008–2009 гг.) высокорисковым заемщикам не удалось вернуться на долговые рынки, для многих дорога на него закрыта еще со второй половины 2007 г., что характерно и для российского рынка еврооблигаций.

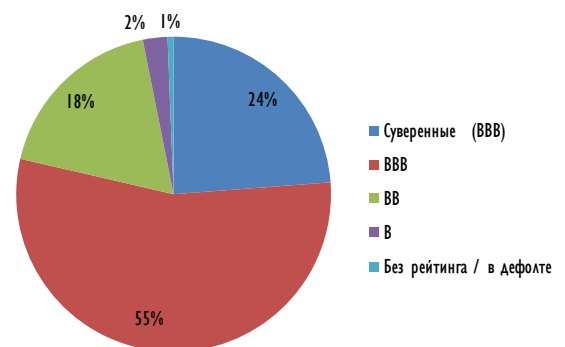
В настоящее время на российском рынке еврооблигаций в основном представлены эмитенты с кредитными рейтингами категории не ниже «BBB» – порядка 79%; до кризиса 2008 г. – эта цифра оценивалась в 72%. Доля заемщиков с кредитным рейтингом категории «BB» за это время снизилась с 21% до 18%, категории «B» – с 6% до 1%. Таким образом, ждать волны дефолтов не стоит.

На основе исследований рейтинговых агентств (в частности, S&P *Cumulative Average Default Rates By Rating Modifier*, 1981–2007%), вероятность дефолта для эмитентов с кредитным рейтингом категории «BBB» можно оценить в 0,15–0,31% в течение первого года, для категории «BB» – 0,52–1,44%, что является весьма низким значением.

Структура российского рынка еврооблигаций на 01.08.2008 г.



Структура российского рынка еврооблигаций на 01.10.2011 г.



Источник: Газпромбанк

Источник: Газпромбанк



Банковская система

2011 год предоставил российским банкам прекрасную возможность протестировать свою способность противостоять достаточно широкому спектру свойственных банковской деятельности шоков (за исключением, пожалуй, массового оттока депозитов). По нашему мнению, в условиях глобальной волатильности большинство российских банков показали себя вполне достойно, что позволяет если не с оптимизмом, то с некоторой уверенностью смотреть в обещающий быть не менее трудным 2012 год. С другой стороны, 2011 год в очередной раз обнажил отдельные структурные проблемы российских банков, с которыми на определенном этапе, скорее всего, все же придется начать борьбу.

Кредитные риски – лучше [на поверхности]

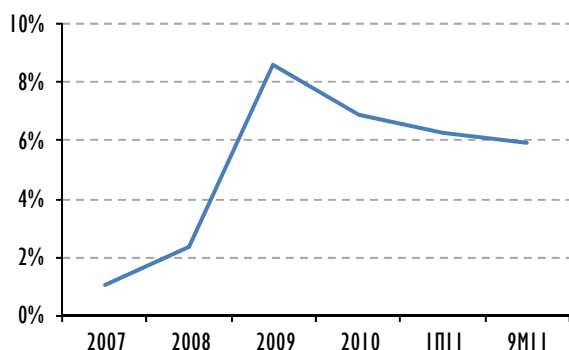
Согласно данным ЦБ, совокупные активы российских банков за первые 11 месяцев 2011 года выросли на 18,0% до 39,9 трлн руб., валовый кредитный портфель нефинансовым организациям и частным заемщикам – на 25,6% до 22,8 трлн руб., что выглядит достаточно сильно на фоне послекризисного 2010 года (прирост на 11,0% и 11,1% за аналогичный период соответственно).

Несмотря на различные внешние и внутренние шоки, вплоть до конца 4К11 представители большинства крупнейших отечественных банков заявляли о том, что спрос на кредитные ресурсы не снижается (ни в корпоративном, ни в розничном сегментах). Мы полагаем, что для отдельных банков из-за обозначившегося осенью дефицита ликвидности в ряде ситуаций поиск свободных средств мог оказаться даже более проблемным / затратным, чем поиск заемщика, готового эти ресурсы утилизировать.

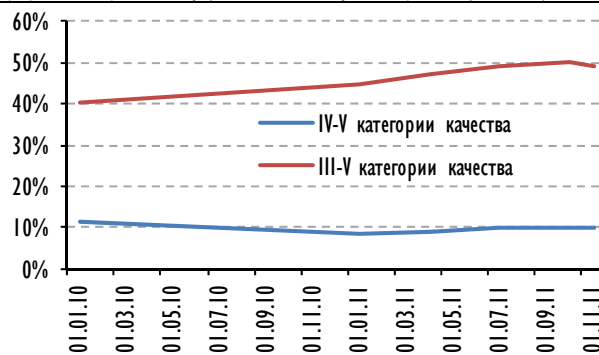
Различные индикаторы качества портфеля на этом фоне ожидаемо улучшались: на протяжении года банки рапортовали о снижении доли NPL в отчетностях по международным стандартам (по нашим подсчетам, снижение сводного показателя по системе составило около 100 б.п. – с 6,9% на начало года до 5,9% на конец 9М11). Соотношение просроченных платежей и валового портфеля – если судить по российской отчетности – опустилось с 5,7% на конец 2010 г. до 5,0% на 01.12.11 г.

Вместе с тем, насколько мы понимаем, уже в 2011 году ряд отечественных кредитных организаций могли ослабить свои требования к заемщикам для обеспечения более быстрых темпов роста бизнеса, что может уже в 2012 году привести к опережающему росту абсолютного объема NPL. К тому же не следует полагать, что в случае отсутствия «новых» NPL российские банки полностью защищены: по нашим оценкам на основании статистики ЦБ, не покрытая резервами часть кредитов наиболее проблемных IV-V категорий качества составила на 1 ноября 9,9% от величины их собственных средств (капитала).

NPL с просрочкой более 90 дней в кредитном портфеле российских банков, сводный показатель по системе*, %



Не покрытая резервами часть кредитов проблемного качества (включая портфели однородных ссуд), в % от совокупных средств (капитала)



*используются показатели 19 кредитных организаций, на долю которых приходится более 60% активов системы

Источник: МСФО-отчетности организаций, расчеты Газпромбанка

Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Нельзя обойти стороной и тот факт, что степень концентрации кредитных рисков российских банков на отдельных крупных заемщиках не только высока, но и имеет тенденцию к росту. По данным рейтингового агентства Moody's, к 1П11 задолженность 20 крупнейших групп клиентов составляла 47% валового портфеля и 242% капитала в среднем по системе (против 48%/225% и 45%/211% на конец 2009 и 2010 гг. соответственно). Отдельный вклад в это значение должно вносить кредитование связанных сторон, масштабы которого – как демонстрируют данные по некоторым банкам, столкнувшимся с финансовыми трудностями (Банк Москвы, Межпромбанк), – порой оказываются выше отраженных в официальной отчетности уровней.

Рыночные риски – пока без серьезных потерь

В период 2009–2011 гг. вложения российских банков в ценные бумаги (прежде всего, долговые) росли опережающими темпами, по сравнению с кредитными портфелями: их доля в совокупных активах системы увеличилась с 8,4% на 01.01.2009 г. до 15,2% на 01.12.2011 г. Отношение к величине собственных средств (капитала) банков за аналогичный период выросло с 62,1% до 121,1%. Как следствие, волатильность, охватившая финансовые рынки во второй половине 2011 года, всегда рискует обернуться для банков существенными убытками и оказать давление на их капитал.

Вместе с тем, насколько позволяет судить РСБУ-отчетность (в ней не учтены результаты функционирующих отдельно в рамках групп инвестиционных подразделений), до сих пор российским банкам удавалось в целом справляться с фондовым риском. Так, за август-сентябрь 2011 г. – месяцы, охарактеризовавшиеся наибольшей в течение года просадкой фондовых и долговых рынков, – совокупный убыток 17 отечественных банков-эмитентов еврооблигаций от переоценки ценных бумаг (включая как реализованные, так и нерезализованные прибыли и убытки) составил, по нашим подсчетам, 95,3 млрд руб., или 3,4% от суммарной величины их собственных средств (капитала) по состоянию на 1 августа. При этом уже в октябре, по мере отскока финансовых рынков, результат от операций с ценными бумагами вернулся в «черную» зону – по нашим подсчетам, их прибыль по данной статье составила 27,2 млрд руб. (убыток ноября – еще 6,3 млрд руб.).

Вложения в ценные бумаги некоторых российских банков-эмитентов еврооблигаций, 01.10.11 г., млрд руб.*

	Собственные средства (капитал)	Норматив Н1	Вложения в облигации (без переоценки)	Доля облигаций РФ, %	Удерживаемые до погашения (УДП) облигации	Вложения в акции (без переоценки)	Ценные бумаги (без переоценки и УДП), % от капитала
Ак Барс Банк	35,5**	13,6%**	31,8	49,1%	0,0	26,3	163,8%
Альфа-Банк	100,6	11,1%	77,8	23,0%	0,0	9,7	86,9%
Банк Москвы***	80,2	11,6%	323,8	93,0%	0,0***	28,6	439,3%
Банк Русский Стандарт	29,0	15,0%	24,9	0,0%	5,1	6,5	90,5%
Банк Санкт-Петербург	36,8	11,6%	46,8	5,5%	1,4	10,8	152,9%
ВТБ	456,6	13,5%	393,6	12,7%	4,2	177,2	124,1%
Кредит Европа	12,3	13,3%	6,5	0,0%	0,4	0,0	49,4%
МКБ	25,0	11,7%	31,1	42,4%	0,0	0,0	124,3%
Номос	58,8	12,0%	39,3	5,3%	1,8	22,9	102,8%
Промсвязьбанк	56,9	10,5%	40,3	25,3%	0,8	9,2	85,6%
КБ Ренессанс Капитал	6,6	12,9%	0,3	0,0%	0,0	0,0	4,8%
РСХБ	150,9	14,6%	87,4	26,6%	13,7	0,0	48,8%
Сбербанк	1 464,5	16,8%	1 420,2	54,6%	405,5	91,4	75,5%
Татфондбанк	9,6****	13,8%****	3,1	11,6%	0,0	1,3	46,1%
ТКС Банк	3,3	13,1%	0,2	0,0%	0,0	0,0	6,0%
ХКФ Банк	24,0	16,6%	6,5	5,5%	0,0	0,0	27,3%

* ценные бумаги, удерживаемые до погашения, вынесены в отдельную категорию, поскольку не переоцениваются и изменения их рыночной стоимости не оказывают влияния на капитал

** по состоянию на 01.08.2011 г.

*** реклассификация выпуска ОФЗ-46023 в объеме 295 млрд руб. из категории «имеющихся в наличии для продажи» в «удерживаемые до погашения» была произведена Банком Москвы в октябре 2011 г.

**** по состоянию на 01.09.2011 г.

Источник: ЦБ РФ, www.mbkcentre.ru, расчеты Газпромбанка



К тому же, насколько мы понимаем, существенное отличие нынешней ситуации от 2008 года состоит в том, что в портфелях российских банков находится куда меньший объем высокорисковых облигаций без рейтинга / рейтинговой категории single-B (особенно «B-»), которые во многом полагались на возможности рефинансирования долгов и первыми сталкивались с проблемами по мере роста напряженности на рынках. После 2008-2009 гг. лишь считанному числу эмитентов данной категории удалось выйти на рынок первичного долга; при этом в большинстве случаев данные сделки производили впечатление частных. При этом доля вложений российских банков в считающиеся более качественными долговые инструменты РФ и Банка России, напротив, выросла – по нашим оценкам, с 11,4% по состоянию на 01.01.2009 г. – до 26,2% на 01.11.2011 г.

Валютные риски российских банков, насколько позволяет судить имеющаяся информация, в настоящее время представляются нам в целом умеренными. По данным ЦБ, на 01.12.11 г. номинированные в иностранной валюте активы системы составляли 24,2% совокупного показателя, пассивы – 22,4% (против 24,1%/22,7%, 27,6%/25,3% и 32,3%/28,4% на начало 2011, 2010 и 2009 гг. соответственно). На уровне отдельных организаций ситуация также в большинстве случаев сбалансирована (см. таблицу ниже) – или компенсируется использованием деривативных инструментов. Добавим, что раскрытие информации в отчетности российских банков, к сожалению, в большинстве случаев недостаточно для полной оценки того, насколько деривативные инструменты защищают их от валютного риска.

Валютные активы и обязательства российских банков-эмитентов еврооблигаций, данные РСБУ на 01.10.2011 г.

	Доля валютных активов	Доля валютных пассивов	Соотношение валютных активов и пассивов
Ак Барс Банк	13,5%	11,2%	120,2%
Альфа-Банк (МСФО, ИП11)	45,5%	40,7%	125,7%
Банк Москвы	22,9%	21,9%	104,8%
Банк «Русский Стандарт»	7,3%	20,0%	36,7%
Банк «Санкт-Петербург»	21,7%	22,8%	95,1%
ВТБ	38,9%	38,1%	102,0%
Кредит Европа	31,2%	44,3%	70,4%
МКБ	19,1%	20,2%	94,8%
Номос-Банк	44,0%	26,0%	169,5%
Промсвязьбанк	37,1%	35,1%	105,6%
КБ «Ренессанс Капитал»	5,1%	27,3%	18,7%
РСХБ	22,5%	21,0%	107,2%
Сбербанк	20,1%	18,4%	109,3%
Татфондбанк	11,8%	13,6%	86,8%
ТКС Банк	9,1%	25,8%	35,0%
ХКФ Банк	4,6%	16,3%	28,2%

Источник: ЦБ РФ, МСФО-отчетность, расчеты Газпромбанка

Фондирование – важность госресурсов растет

На протяжении 2011 года ликвидность российских банков продолжала пополняться за счет притока средств физических (по нашим оценкам, +12,7% за 11 месяцев 2011 г.) и юридических лиц (+14,4%). Соотношение «Кредитный портфель/Депозиты» по системе выросло с 0,94x на начало года до 1,04x на 1 декабря. Тот факт, что в текущем году приток средств происходил куда более скромными темпами, чем в прошлом (+31,2% для физических лиц, +15,6% для юридических лиц за весь 2010 год), вряд ли выглядит удивительным с учетом динамики депозитных ставок, достигших локального «дна» к середине 2011 года. Вместе с тем по мере разворота цикла и повышения процентных ставок ключевыми игроками осенью эффект не замедлил сказаться – «пионерам» в данном отношении удалось в короткие сроки привлечь ощутимый объем ресурсов.

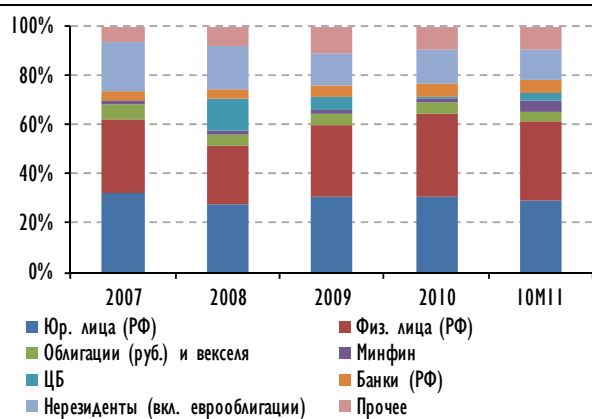
В условиях обострения ситуации на финансовых рынках российские банки в существенной степени воспользовались возможностями фондирования, которые предоставили им бюджетные и монетарные органы, – к 1 декабря объем задолженности российских банков по депозитам Минфина составил



1,5 трлн руб., задолженность перед ЦБ по операциям прямого РЕПО достигла 777,0 млрд руб., по кредитам с прочим обеспечением – еще 104,3 млрд руб. При этом отечественные регуляторы не раз заявляли о своей готовности предпринять в случае необходимости новые меры для нормализации ситуации с ликвидностью в дополнение к уже реализованным (которыми стали, в частности, расширение объемов РЕПО, предоставление возможности привлекать ресурсы под залог финансовых инструментов с рейтингами не ниже «В-/В3» (прежде – «В+/В1») и золота).

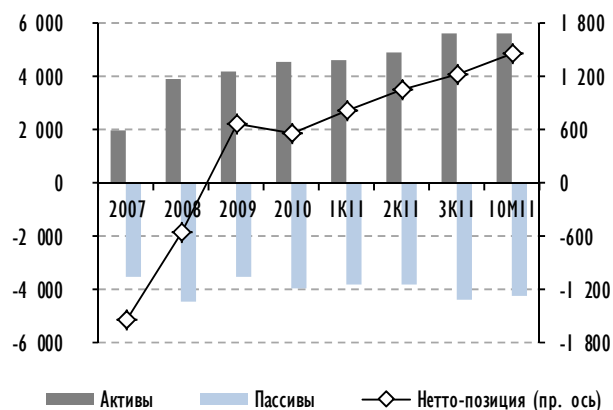
Отдельное внимание следует обратить на позицию российских банков по отношению к внешнему сектору. Во-первых, доля их обязательств перед нерезидентами в совокупных обязательствах, по нашим подсчетам, в последние годы имеет нисходящий тренд и к 01.11.2011 г. достигла 12,4% (против 20,3% на начало 2008 г.). Во-вторых, если до кризиса 2008–2009 гг. российские банки были нетто-должниками по отношению к нерезидентам (обязательства превышали активы), то в настоящее время они являются нетто-кредиторами. Таким образом, насколько мы понимаем, даже возможный отток средств нерезидентов в случае нового витка нестабильности и падения глобального аппетита к риску должен оказать умеренно негативное влияние на систему и ее ликвидность.

Изменение структуры обязательств российских банков, РСБУ



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Соотношение активов и пассивов российских банков перед нерезидентами, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

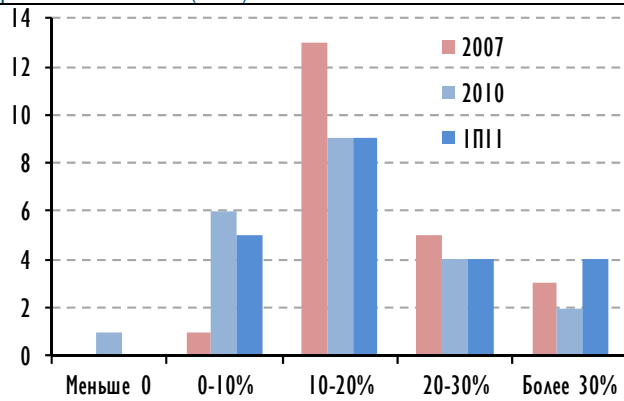
Прибыльность и капитал – необходимость вливаний не за горами

В настоящее время задача генерирования чистой прибыли остается для большинства кредитных организаций не из легких. Чистая процентная маржа, ощутимо сократившаяся в 2009 г., пока не демонстрирует признаков восстановления; отчисления в резервы уже существенно ниже кризисных уровней, но начинают расти по мере расширения бизнеса – как и операционные расходы. Как следствие, уже больше года сохраняется «статус-кво»: наиболее крупные представители сектора зарабатывают много благодаря самому дешевому фондированию, нишевые игроки – за счет экспертизы в своей области и высокой доходности операций – в то время как у многих прочих организаций все еще не получается набрать обороты. Распределение российских банков по уровню рентабельности меняет вид, по сравнению с докризисной ситуацией, – происходит утолщение его концов (растет число как выдающихся игроков, так и underperformer'ов, см. диаграмму ниже).

При этом волатильность на финансовых рынках препятствует банкам в привлечении акционерного капитала у новых инвесторов, в то время как существующие акционеры, как правило, стремятся предоставлять средства лишь в случае острых потребностей бизнеса. Как следствие, совокупный показатель достаточности капитала по системе падает – по данным ЦБ для норматива Н1, с 20,9% на начало 2010 года (благодаря сформированному в кризис «буферу») до 14,7% на 1 декабря 2011 года. Добавим, что у многих крупных представителей сектора значение индикатора все еще балансирует на грани минимально разрешенных ЦБ 10%.

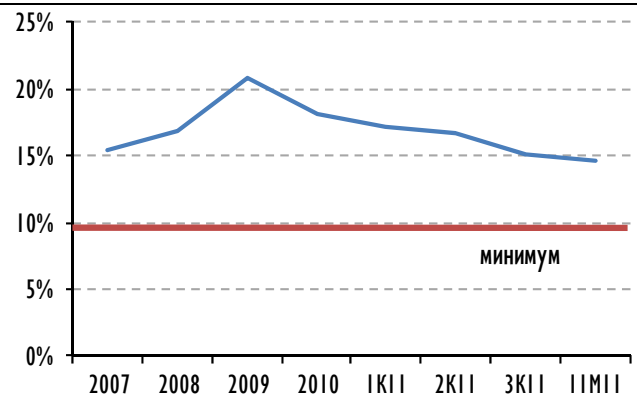


Распределение 22 крупнейших российских банков по величине ROAE, 2007 год против 2010 г. и ИПИ (МСФО)



Источник: МСФО-отчетности организаций, расчеты Газпромбанка

Динамика норматива достаточности капитала Н1 по системе, %



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Регулирование – на пути к ужесточению

Необходимость более жесткого контроля за деятельностью кредитных организаций со стороны регулирующих органов назрела уже давно. Об этом недвусмысленно свидетельствуют достаточно часто выявляемые случаи фальсификации отчетности / проведения скрытых операций даже в крупных институтах (Межпромбанк, «банки Матвея Урина», Банк Москвы и т.д.); рейтинговые агентства традиционно обращают внимание на слабое регулирование как на один из мотивов присвоения российским институтам низких рейтингов по сравнению с их международными аналогами.

К основным событиям 2011 года в части перехода к большей прозрачности / стабильности банковской деятельности в России в части регулирования мы склонны относить:

- ▶ Вступление с 1 октября в силу поправочных коэффициентов для рискованных категорий активов (кредитные требования и вложения в ценные бумаги заемщиков с рейтингами категории не выше «В/В2», кредитные требования к резидентам офшорных зон и т.д.) при расчете обязательных нормативов достаточности капитала;
- ▶ Подготовка поправок в закон «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций», предусматривающих уголовную ответственность руководителей банков за сознательную фальсификацию отчетности (декабрь 2011 г.);
- ▶ Подготовка поправок в закон «О Центральном банке...», дающих регулятору право ограничивать максимальный уровень ставок по вкладам физических лиц (ноябрь 2011 г.);
- ▶ Подготовка проекта ужесточения требований к резервированию по кредитам связанным сторонам / не ведущим реальной деятельности компаниям-оффшорам (июль 2011 г.), утверждение более жестких резервных требований по ценным бумагам, хранящимся в депозитариях, которые не соответствуют требованиям регулятора (вступают в силу с 01.07.2012 г.);
- ▶ Рекомендации раскрывать на сайте ЦБ информацию о капитале и обязательных нормативах (отчетные формы 134 и 135), которые были направлены российским банкам еще в середине 2010 года и начали реализовываться большинством из них с 2011 года.

Вместе с тем необходимо отдавать себе отчет в том, что временной лаг между разработкой инициатив и реализацией итоговых мер в российских реалиях, как правило, велик, а во многих отношениях российское банковское регулирование все еще существенно отстает от западных аналогов. Пожалуй, один из лучших примеров в данном отношении – процесс внедрения разработанных Базельским комитетом по банковскому надзору требований (к капиталу, надзору, ликвидности и т.д.). В России в настоящее время используется только упрощенный стандартизированный подход 1-го компонента Базеля II



(«Минимальные требования к достаточности капитала»). При этом внедрение 2-го компонента – «Надзорная оценка» – планируется лишь после 2015 года. Вместе с тем большинство зарубежных финансовых институтов (как в развитых, так и развивающихся странах) уже сейчас в обязательном порядке соблюдают полные требования Базеля II и к 2019 году (желательно – раньше) рассчитывают удовлетворять существенно более полному и жесткому комплексу требований, которые предусматривает Базель III.

Стратегия развития банковского сектора предполагает, что Россия не будет отставать от западных стран и к 2019 году также перейдет на требования Базеля III. Однако нам хотелось бы увидеть реализацию каких-либо конкретных мер в данном направлении.

Перспективы сектора – сквозь тернии к звездам

Наши ожидания относительно перспектив российского банковского сектора в 2012 году строятся, исходя из ожиданий небольшого замедления темпов экономического роста в стране и сохранения существенного фактора неопределенности как внутри, так и за ее пределами.

Рост кредитования в следующем году, по нашим ожиданиям, должен замедлиться до 10–15% против более чем 25%, ожидаемых по итогам 2011 года. Мы исходим из того, что спрос корпоративного сектора на новые кредиты будет умеренным по причине слабеющего макроэкономического фона, ухудшающихся условий кредитования (рост ставок обозначился уже во 2П11) и желания контрагентов принимать более консервативные инвестиционные решения в условиях нестабильности. Кредитование физических лиц продолжит расти опережающими темпами за счет меньшей насыщенности рынка розничных кредитных услуг, однако сдерживающими факторами будут выступать стагнирующий уровень располагаемых доходов населения и все еще высокая безработица.

Заметим, что вполне вероятным выглядит сценарий сохранения свойственной для последних лет неравномерности, когда наиболее сильную динамику портфеля демонстрируют самые крупные, а также нишевые игроки. Следует также понимать, что динамика итогового показателя по системе будет зависеть в том числе от динамики валютных курсов (к примеру, переоценка валютных кредитов в условиях обесценения рубля автоматически завысила прирост 2011 года).

Качество активов российских банков, согласно нашим ожиданиям, будет ухудшаться по мере замедления роста портфелей и нарастания напряженности в экономике. Мы не строим иллюзий относительно того, что после 2008 года отечественные организации в корне пересмотрели свои подходы в выдаче кредитов. Вместе с тем некоторые выводы все же были сделаны – в частности, мы ожидаем, что российские банки будут весьма разговорчивы в пролонгировании / реструктурировании проблемных ссуд, не доводя дела до фактического дефолта.

Структура обязательств российских банков продолжит корректироваться – внешние рынки капитала с большой долей вероятности останутся открытыми лишь для наиболее качественных отечественных заемщиков, что будет способствовать сокращению доли задолженности перед внешним сектором (еврооблигации / кредиты) в пассивах. В структурном плане наиболее важным источником фондирования останутся депозиты, а для решения более краткосрочных задач банки по-прежнему – как и в конце 2011 г. – будут уделять большое внимание средствам, привлекаемым от бюджетных и монетарных органов (Минфин и ЦБ).

Чистая процентная маржа российских банков, начиная с 4К11, находится под давлением из-за растущей стоимости фондирования (рост ставок на межбанке и рынке депозитов, равно как и дорожающее оптовое фондирование). Ставки по размещаемым банками активам также росли в 4К11, однако мы не уверены, что всем представителям сектора удалось переложить растущие издержки на заемщиков. По нашим грубым оценкам, для крупных универсальных банков уже по итогам 4К11 снижение чистой процентной маржи может составить 20–40 б.п. кв/кв (для более мелких институтов – больше). Мы полагаем, что давление на маржинальность деятельности сохранится и в 2012 году.



Капитал. Вкупе с растущими в годовом сопоставлении отчислениями в резервы давление на маржу приведет в свою очередь к давлению на показатели рентабельности российских институтов. С учетом растущих кредитных рисков и более жестких регулятивных стандартов ряду российских банков уже в 2012 году могут потребоваться вливания в капитал со стороны акционеров. Вместе с тем мы пока слабо представляем себе сценарий, при котором достаточность капитала большого числа банков достигнет критически низких отметок.

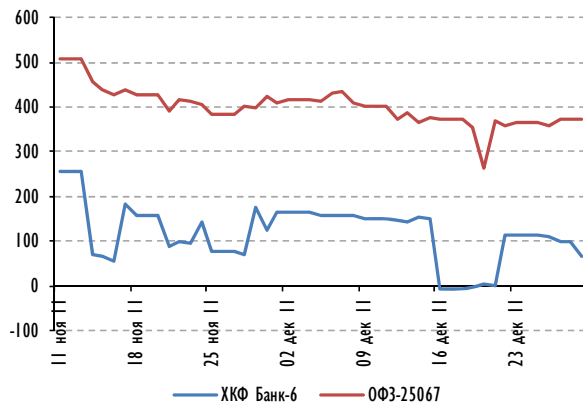
Рекомендации по облигациям

В условиях нестабильной макроэкономической среды и наличия целого ряда факторов давления на сектор мы рекомендуем инвесторам более пристальное внимание обращать на короткий конец кривой (даже несмотря на то, что более длинные инструменты по определению обладают большим потенциалом цены в случае восстановления рынков).

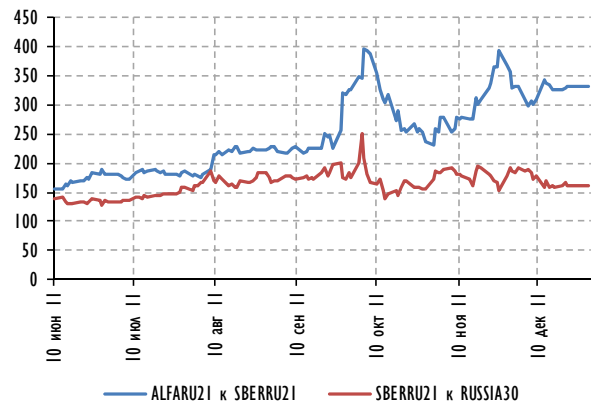
На **рублевом долговом рынке** нашими фаворитами остаются долговые инструменты розничных институтов с прозрачными бизнес-моделями и уверенным генерированием денежного потока за счет амортизации портфеля даже в условиях закрытых рынков капитала и роста NPL; из отдельных бумаг следует обратить внимание на Русский Стандарт БО-1 (УТР 10,13% @ ноябрь 2012 г.) и ОТП Банк БО-3 (УТР 10,54% @ ноябрь 2012 г.). Вместе с тем в случае некоторой стабилизации ситуации на рынках почти все банковские инструменты, размещавшиеся на рынке в стрессовой ситуации конца 2011 года, имеют потенциал сужения спреда.

На **валютном долговом рынке** мы отдаем предпочтение инструментам наиболее надежных игроков на всем протяжении кривой. В частности, нам импонируют кредитные риски Сбербанка для инвесторов в государственные риски, Альфа-Банка – для желающих обратить внимание на частный сегмент. Ликвидность инструментов более мелких (даже качественных) игроков, как правило, недостаточна для занятия длинных позиций на приемлемых ценовых уровнях.

Спред рублевых облигаций Русский Стандарт БО-1 к ХКФ Банк-6 и ОФЗ-25067 Спреды ALFARU21 к SBERRU21 и SBERRU21 к RUSSIA30, б.п.



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



«Нефтянка» остается хорошей альтернативой суверенному риску

Высокие цены на нефть поддержат рынок

- ▶ Цены на нефть: останутся в 2012 году высокими, прогноз средней цены Brent – 106 долл. США (на 5% ниже, чем в 2011 г.);
- ▶ Цены на газ: стабилизируются в 2012 году, контракты с привязкой к цене нефти сохранятся;
- ▶ Российский нефтегазовый сектор – защитный актив благодаря гибкости налогообложения сектора (зависит от цены на нефть) и благоприятному компенсирующему влиянию от ослабления рубля (приведет к значительному сокращению капиталовложений и операционных расходов в долларовом выражении, в значительной мере нивелируя сокращение выручки);
- ▶ Налоговая реформа продолжится, вступление в ВТО может привести к отмене решения о введении запретительных пошлин на экспорт бензина и мазута после 2015 года.

Основные факторы для нефтяного рынка в 2012 году

- ▶ Ситуация в мировой экономике и на финансовых рынках.
- ▶ Масштабы стимулирования экономики денежными властями ведущих стран, в частности ФРС США и ЕЦБ.
- ▶ Политическая и социальная ситуация на Ближнем Востоке и в странах Северной Африки.
- ▶ Действия ОПЕК.

Цены на нефть останутся высокими. Мы ожидаем, что цены на нефть в 2012 году останутся высокими благодаря по-прежнему значительному спросу и ограниченным возможностям дополнительного предложения на рынке. Наш прогноз средней цены барреля Brent в 2012 году составляет 106 долл., что на 5% ниже, чем в 2011 году. Отметим, что волатильность финансовых рынков может значительным образом повлиять на цены.

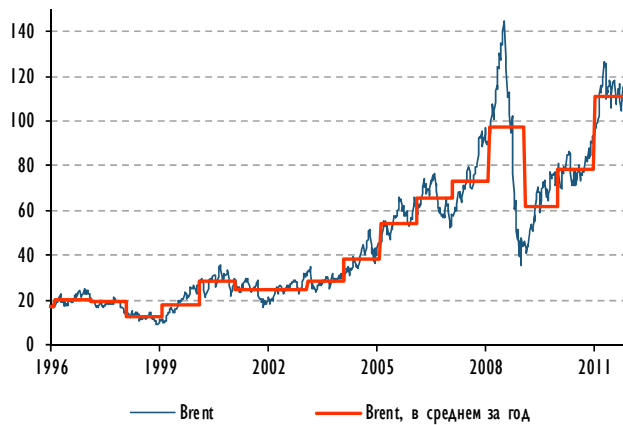
Спрос может вырасти на 1,4 млн барр./сут. в 2012 году. Мы ожидаем увеличения мирового спроса на нефть в 2012 году на 1,4 млн барр./сут. до 89,7 млн барр./сут. после роста на 1,5 млн барр./сут. в 2011 году. Основным фактором роста спроса будет увеличение потребления в развивающихся странах, особенно в Китае.

Нефть как финансовый актив. Нефть является одним из наиболее ликвидных финансовых активов. Ее цена весьма чувствительна к изменениям на мировых рынках. Фьючерсные контракты на сырую нефть и прочие виды сырья находятся в портфелях многих институциональных инвесторов, и дневной торговый оборот по этим инструментам превышает объем годовой добычи нефти в мире более чем в 10 раз. Резкое ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках (мы считаем это одним из факторов риска) приведет к распродажам активов во всех сегментах рынка и, следовательно, к значительному сокращению длинных позиций в нефтяных фьючерсах, что окажет давление на цены.

Расходы на разведку и добычу растут, добыча на существующих месторождениях падает на 6% в год. Цены на нефть должны быть достаточно высокими, чтобы производители были заинтересованы в наращивании объемов добычи. Между тем на существующих месторождениях она падает на 6% в год. Объемы добычи в странах, не входящих в ОПЕК, снижаются, а добывающие мощности ограничены. В то же время ОПЕК не торопится наращивать добывающие мощности. Для поддержания баланса рынков требуются все более дорогостоящие проекты. Кроме того, расходы всех компаний сектора на разведку и добычу растут из-за удорожания стали, цемента, услуг подрядчиков и расходов на оплату труда, что приводит к смещению кривой предложения вверх.

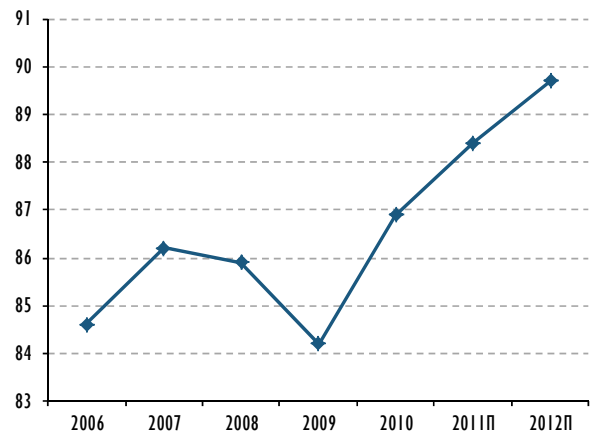


Историческая динамика цен на нефть до 2012 г., долл./барр.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Спрос на нефть в 2006-2013 гг., млн барр./сут.



Источник: МЭА, ВР, ОПЕК, расчеты Газпромбанка

Основные риски 2012 г.

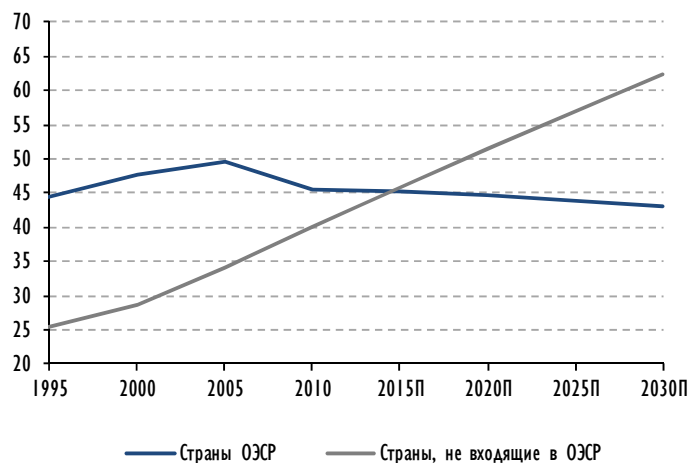
Риски снижения цен:

- ▶ значительное ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках;
- ▶ дальнейшее обострение европейского долгового кризиса, выход ситуации из-под контроля (неконтролируемый дефолт, распад зоны евро);
- ▶ сильное замедление экономического роста в Китае, опасения сокращения спроса на нефть и другие виды сырья со стороны Китая;
- ▶ более быстрое, чем ожидалось, восстановление добычи в Ливии и Ираке.

Риски роста цен:

- ▶ опасения возможных перебоев с поставками, особенно из стран Ближнего Востока;
- ▶ дальнейший рост спроса со стороны развивающихся стран, улучшение перспектив экономики;
- ▶ ускорение темпов роста инфляции в ведущих развитых странах.

Мировое потребление нефти: входящие и не входящие в ОЭСР страны, млн барр./сут.



Источник: IEA, ВР, расчеты Газпромбанка



Основные тенденции газового рынка в 2012 году

- ▶ Борьба с сокращением добычи на существующих месторождениях, рост капвложений в разведку и добычу, особенно у крупнейших компаний.
- ▶ Начало добычи в новых регионах: Восточная Сибирь, Дальний Восток, континентальный шельф, международные проекты.
- ▶ Увеличение объема инвестиций в переработку и сбыт.
- ▶ Подготовка к налоговой реформе.
- ▶ Новые соглашения с Украиной и Белоруссией в газовой сфере.
- ▶ Запуск летом 2012 года проекта новых газовых месторождений на Ямале, начало экспорта газа из Ямала в Европу.

Привязка цен на газ к нефтяным котировкам сохранится. Мы ожидаем, что привязка долгосрочных контрактов на экспорт газа к ценам на нефть, распространяющаяся на большинство поставок газа в Европу, может несколько снизиться с пиковых уровней зимы 2011-2012 гг. и стабилизироваться в 2012 г.

Мы ожидаем, что цены на экспорт газа в Европу, которые получает Газпром, составят в среднем 460–490 долл./тыс. куб. м. (420 долл. в 2011 г.).

Цены на СПГ в Азиатско-Тихоокеанском регионе, по нашему мнению, будут и дальше содержать премию в 100–150 долл./тыс. куб. м к европейским ценам, привязанным к котировкам нефти.

Средняя экспортная цена в страны СНГ будет зависеть от цен для Украины и Белоруссии, которые как минимум до конца 2012 г. будут устанавливаться индивидуально для каждой страны.

Спотовые цены на газ: по-прежнему дисконт к европейским ценам, привязанным к нефтяным котировкам. Мы ожидаем, что средние спотовые цены в Европе останутся на уровне 320-400 долл./тыс. куб. м в течение всей зимы 2012 г., а к лету снизятся до 290-370 долл./тыс. куб. м. Зимой мы ожидаем сужения спреда к ценам, привязанным к нефти, в случае низких температур.

Налогообложение российского нефтегазового сектора в 2012 – что нового?

Изменения в налогообложении сектора являются вторым по важности фактором (после цен на нефть) для динамики денежного потока российских нефтегазовых компаний. С 1 октября 2011 года применяется новая схема налогообложения предприятий нефтегазовой сферы – «60-66». Кроме того, с 1 января 2012 года будет произведена индексация налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) как для нефтяных, так и для газовых компаний. Будут также повышены акцизы на нефть и нефтепродукты.

Мы считаем новые правила налогообложения благоприятными для индустрии, и, по нашим оценкам, большинство крупных нефтяных компаний в результате этого увеличат EBITDA в 2012 году на 1–3%. Татнефть может выиграть от этих изменений сильнее всего благодаря наиболее высокой в секторе доле нефти, реализуемой на экспорт (либо в РФ по экспортному нетбэку), и снижению экспортных пошлин на сырую нефть в рамках схемы «60-66». Более заметным повышением НДПИ на газ будет для Газпрома.

Корректировка формулы экспортных пошлин на сырую нефть. В денежном выражении это наиболее значительное изменение налогообложения нефтяных компаний, которое в 2012 году, по нашим оценкам, принесет им дополнительно 5 млрд долл. Базовая ставка была рассчитана на уровне 29,2 долл./т плюс 65% от разницы между ценой Urals и уровнем 29,2 долл./барр. С 1 октября 2011 года базовая ставка формулы расчета экспортной пошлины на нефть была снижена с 65% до 60%. В результате мы оцениваем снижение средней пошлины на экспорт нефти в 2012 году в 5 долл./барр., или на 9% по сравнению с предыдущим налоговым режимом.

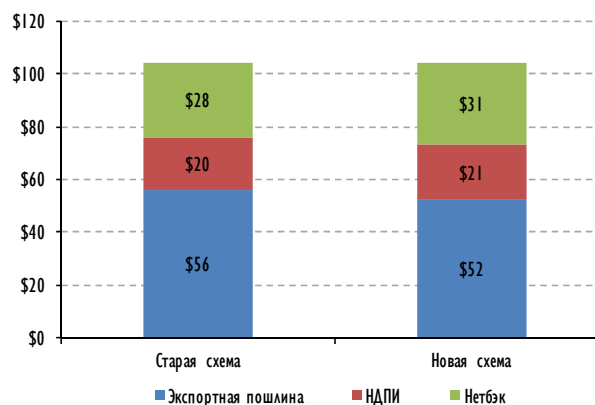
Изменения НДПИ ожидалось с конца 2010 года. С 1 января 2012 года базовая ставка в формуле расчета НДПИ на нефть будет повышена с 419 руб. до 446 руб., или на 6,4% к уровню годичной давности. С 1 января 2013



года ставка будет повышена еще на 5,4% до 470 руб. В результате мы повышаем прогноз ставки НДС на сырую нефть в 2012 году с 4 409 руб./т (20 долл./барр.) до 4 693 руб./т (21 долл./барр.).

В результате изменений в налогообложении **мы ожидаем роста экспортного нетбэка российских нефтяных компаний** на сырую нефть (до вычета расходов на транспортировку и добычу) на 10% по сравнению с предыдущей налоговой схемой, с 28 долл./барр. до 31 долл./барр.

Экспортный нетбэк по сырой нефти: старая и новая схемы, цена Urals 104 долл./барр.



Источник: расчеты Газпромбанка

Изменения в налогообложении нефтепродуктов. Основные корректировки в налогообложении нефтепродуктов заключались в изменениях экспортных пошлин с 1 октября 2011 года в рамках схемы «60-66». В результате экспортные пошлины на все нефтепродукты были установлены на уровне 66% пошлины на сырую нефть, за исключением автомобильного бензина, пошлина на который составляет 90% пошлины на сырую нефть. Основные эффекты внедрения схемы «60-66»: рост рентабельности экспорта сырой нефти, стимул для вложений в НПЗ, увеличение экспортного нетбэка, удорожание закупок в России для Башнефти и НК «Альянс».

Башнефти и Татнефти были предоставлены компенсации потерь от увеличения экспортных пошлин на темные нефтепродукты за счет особых льгот по НДС. Для Башнефти они составили 10 млрд руб. на 5 лет, для Татнефти – 38 млрд руб. на 5 лет, что составляет примерно 6% прогнозной EBITDA на 2012–2016 гг. Эти льготы частично компенсируют потери Башнефти. Что же касается Татнефти, то для нее чистое влияние льгот близко к нулю, так как, согласно информации компании, она не является конечным получателем этих льгот.

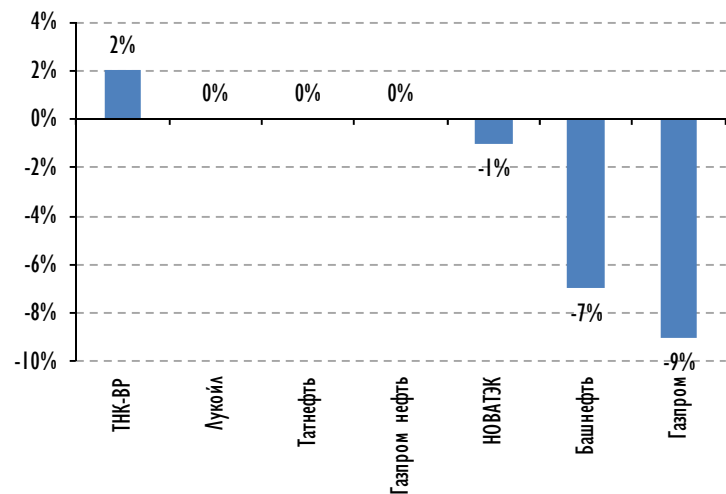
Акцизы на нефтепродукты будут также расти в 2012 году, согласно решению о повышении акцизов в 2011–2013 гг., принятому в 2010 году. Увеличение акцизов в 2012 году может составить в среднем 33% к уровню предыдущего года; в 2011 году рост тарифов составил не менее 40%, в то время как акцизы на дизельное топливо практически удвоились.

Изменения НДС на газ – разные для Газпрома и других компаний. В 2012 году, впервые с момента введения НДС на газ, его ставка будет варьироваться для добывающих активов Газпрома и прочих производителей газа. Основная причина – монопольное право Газпрома на экспорт газа и, следовательно, более высокий средний экспортный нетбэк по газу, который будет облагаться дополнительным налогом. В результате в 2012 году НДС на газ для Газпрома более чем удвоится до 556 руб./тыс. куб. м (+135% к уровню 2011 г. – с 237 руб. за тыс. куб. м). Для независимых производителей газа ставка НДС вырастет лишь на 6% до 251 руб./тыс. куб. м.

В целом новые правила налогообложения благоприятствуют нефтяным компаниям. Несмотря на то, что им, вероятно, придется заплатить дополнительно 3 млрд долл. экспортных пошлин на нефтепродукты и 0,5 млрд долл. НДС, на экспортных пошлинах для сырой нефти они сэкономят 5 млрд долл.



Эффект изменений налогообложения, % от прогнозной EBITDA на 2012 г. (без учета особых льгот)



Источник: расчеты Газпромбанка

Рекомендации

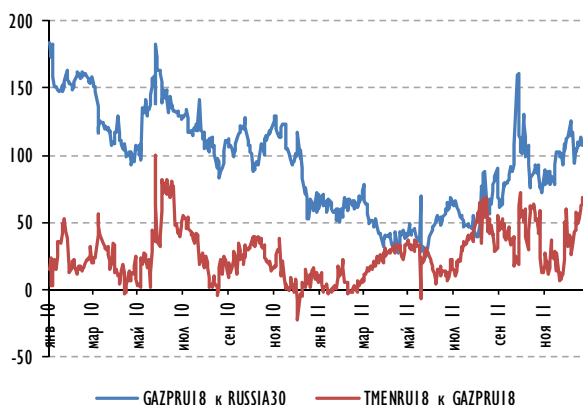
В условиях глобальной волатильности и замедления мировой экономики долговые инструменты российских нефтяных компаний с рейтингом инвестиционного уровня мы считаем хорошим защитным инструментом, имеющим потенциал сужения спреда в случае улучшения ситуации на финансовых рынках.

В конце декабря 2011 г. выпуски Газпрома (BBB/Baa1/BBB) предлагали премию к суверенной кривой доходности порядка 100–120 б.п., что на 50 б.п. больше чем до начала осенней распродажи.

Те, кто готов брать риск российских частных нефтяных компаний, будут вознаграждены дополнительной премией в размере до 30–40 б.п. Отдельно отметим выпуски в средней части кривой – такие, как TMENRU 16, TMENRU 17, TMENRU 18, LUKOIL 19. На коротком отрезке кривой интересен евробонд GAZPRU 14WN.

Обращаем также внимание, что доходности российских еврооблигаций предлагают дополнительную премию (50–100 б.п.) к выпускам конкурентов из Бразилии (Petrobras) или Мексики (Pemex).

Z-спред GAZPRU18 к RUSSIA30 и TMENRU18 к GAZPRU18, б.п.



Источник: Bloomberg

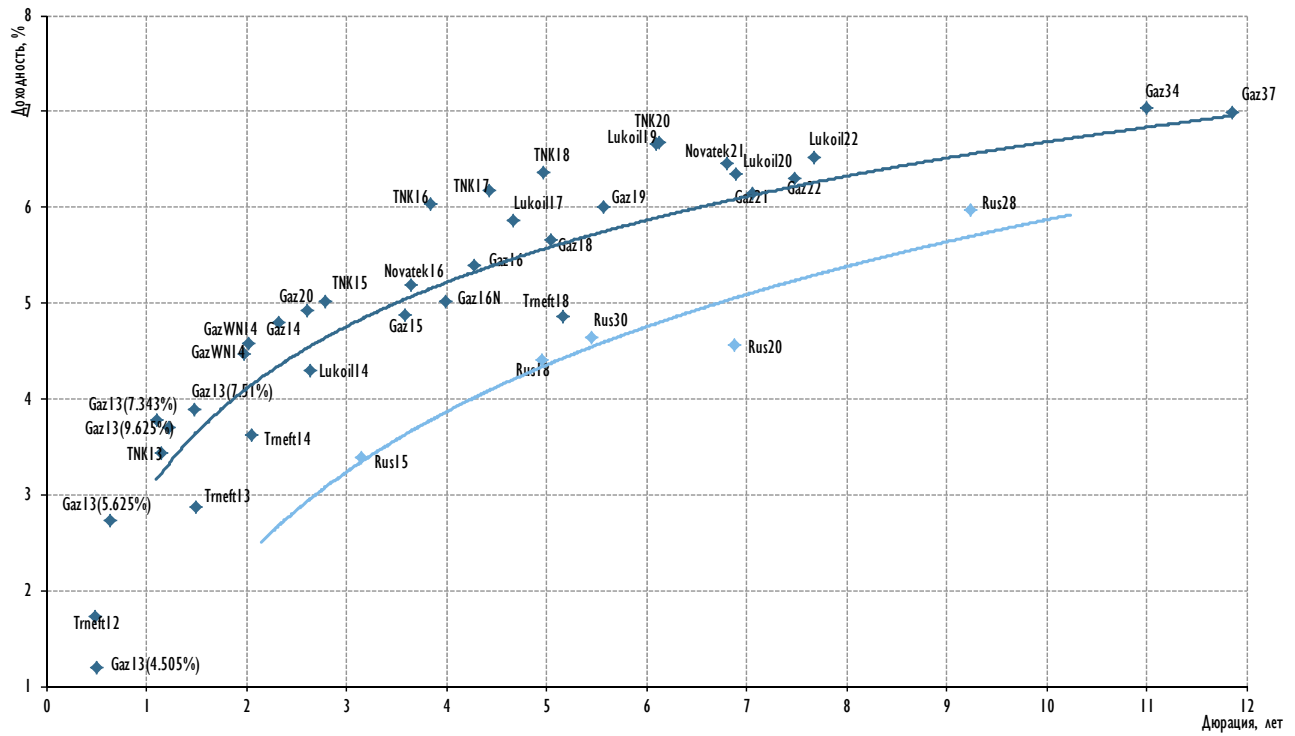
Z-спред GAZPRU18 к PEMEX18, б.п.



Источник: Bloomberg



Доходности еврооблигаций нефтегазовых компаний



Источник: Bloomberg



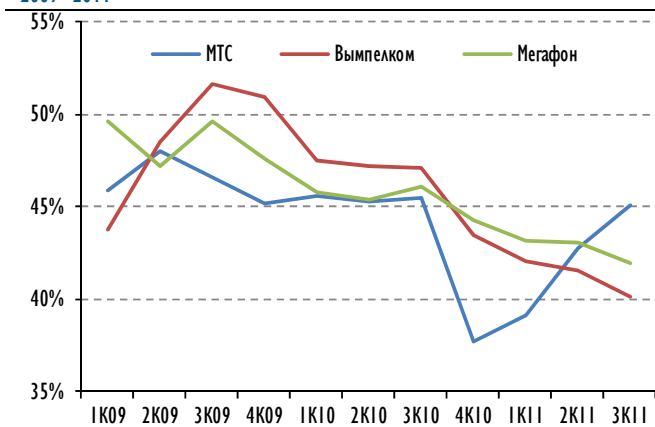
Телекоммуникации: островок стабильности в нестабильные времена

Российская отрасль мобильной связи: балансируя между прибыльностью и долей рынка

В 2011 году и МТС, и Vimpelcom Ltd. приходилось делать непростой выбор при формировании стратегии на российском телекоммуникационном рынке, по-прежнему ключевом с точки зрения вклада в бизнес (почти 90% LTM EBITDA МТС и около 40% про-форма LTM EBITDA Vimpelcom Ltd.). С одной стороны, для обеих компаний увеличение / сохранение рыночных позиций оставалось важным приоритетом на фоне довольно жесткой конкуренции со стороны Мегафона, с 2009-го года агрессивно наращивавшего долю услуг мобильной связи в совокупной выручке. С другой, учитывая уровень проникновения сотовой связи в России (выше 150%) и ограниченный потенциал роста абонентской базы, увеличение рыночной доли потребовало роста расходов на привлечение клиентов и заставило игроков конкурировать «по цене», что не могло не сказаться на норме прибыли.

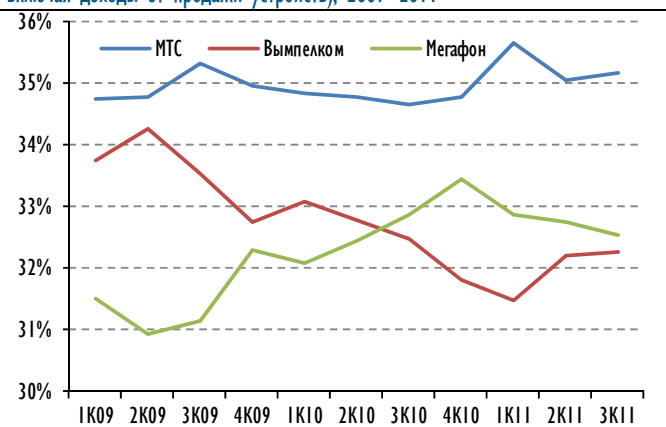
МТС зафиксировали заметное снижение рентабельности EBITDA в России в 4К10. Норма прибыли Vimpelcom Ltd. снижалась в течение всего года, достигнув 40% по итогам 3К11. При этом Вымпелком стал лидером по новым подключениям, увеличив абонентскую базу на 10% г/г.

Большая тройка: динамика показателей рентабельности EBITDA в России, 2009–2011



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Большая тройка: доли в совокупной выручке от услуг мобильной связи (не включая доходы от продажи устройств), 2009–2011



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Отметим, что последние комментарии менеджмента по поводу ситуации в России позволяют судить о том, что ни МТС, ни Вымпелком не готовы бороться за рыночную долю «любой ценой», предпочитая качество абонентов (в т.ч. объем использования услуг с высокой добавленной стоимостью – мобильный интернет, и т.п.) их количеству. МТС ограничились продажами новых сим-карт во 2-3К11, что позволило отыграть часть снижения маржи. Вымпелком объявил о пересмотре дилерских комиссий и программе по сокращению других операционных издержек, что должно позволить стабилизировать рентабельность. Это позволяет рассчитывать на то, что в 2012 году конкурентная среда для российских компаний будет оказывать не столь существенное давление на норму прибыли, как во 2П10-2011. В то же время риски продолжения негативного тренда могут реализоваться в случае более агрессивного поведения других игроков – Мегафона, а также потенциально Ростелекома, если последний решит активно развивать услуги мобильной связи.

МТС и Vimpelcom Ltd.: защитные активы в неспокойные времена

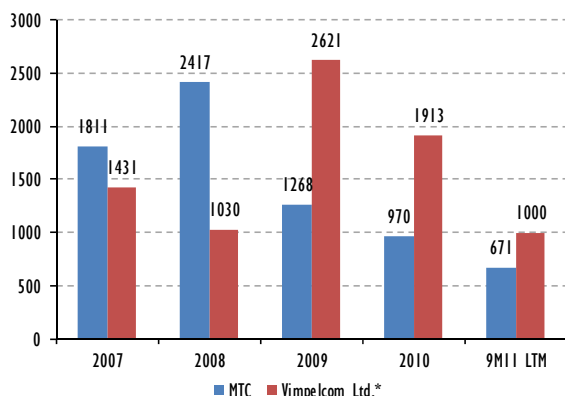
Текущие инвестиционные планы МТС и Vimpelcom Ltd. в целом не предполагают существенного роста бюджетов по сравнению с текущим годом. Судя по последним комментариям менеджмента МТС, в следующем



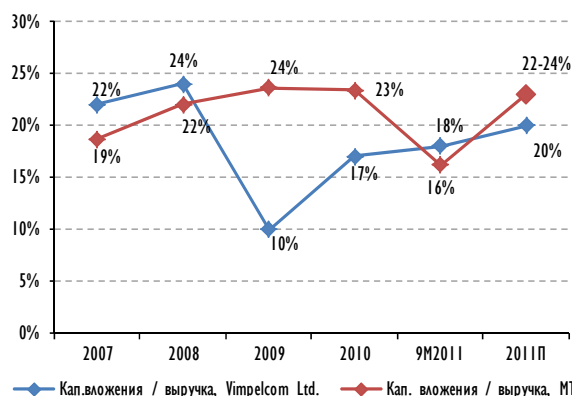
году капитальные расходы относительно выручки останутся на уровне 2011 г. (22–24%): МТС планирует финализировать построение сети базовых станций 3G, а также инвестировать в развитие высокоскоростной сети передачи данных МГТС. Vimpelcom Ltd. не раскрывал конкретных планов на 2012 год. В то же время озвученная в ноябре долгосрочная стратегия предполагает сокращение инвестиций с 20% выручки в 2011 г. до 15% в 2014 г. (хотя мы не исключаем пересмотра этого ориентира из-за дополнительных расходов на строительство 4G/LTE сетей в России).

На наш взгляд, в свете существующей неопределенности относительно того, как будет развиваться ситуация в экономике / на рынках капитала в следующем году, важным качеством кредитного профиля телекомов является их способность генерировать стабильный положительный свободный денежный поток, в том числе за счет гибкого управления инвестиционными расходами. Наиболее характерный пример – заметное сокращение бюджета капитальных вложений Вымпелкома в кризис 2009 года (с 24% до 10% выручки). «Обратной стороной» медали, очевидно, является угроза потери рыночной доли за счет технологического отставания от конкурентов. В то же время этот риск может оказаться приемлемым, если «под угрозой» окажется финансовая стабильность (например, в случае закрытия доступа к заемным источникам средств и необходимости рефинансировать текущие погашения по долгу).

МТС и Вымпелком: свободный денежный поток, 2007–2011, млн долл.



МТС и Вымпелком: капитальные вложения/выручка, %, 2007–2011



* показатель про-форма, с учетом приобретенных активов Wind Telecom

Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Как показал кризис 2009 г., бизнес российских сотовых операторов характеризуется довольно низкой чувствительностью к «развороту» экономического цикла: в рублевом выражении, выручка обеих компаний как от мобильной, так и от фиксированной связи по сравнению с 2008 годом выросла (совокупная выручка МТС в России: +8,1% г/г; Вымпелком: +10% г/г). Однако потенциальный риск представляет собой резкое изменение валютных курсов.

Валютные риски

Выручка и EBITDA МТС (LTM 9M11) почти на 90% деноминированы в рублях (еще 9–10% выручки и EBITDA – украинская гривна). При этом мы отмечаем, что по сравнению с 2008 годом валютная структура долга существенно изменилась: сейчас порядка 80% долга номинировано в рублях и лишь 20% – в долларах, тогда как по состоянию на 31/12/08 долларовый долг составлял почти 70%, рублевый – 20%. Приведение структуры долга в соответствие со структурой денежных потоков заметно сократило потенциальную чувствительность кредитных метрик к обесценению рубля. По нашей оценке, в случае крайне «экстремального» сценария – 40% обесценения рубля и гривны, соотношение долга и EBITDA (в долларовом выражении) увеличится с нынешних 1,4х на 9M11 до 1,6х.



Долг/LTM EBITDA МТС: чувствительность к обесценению курсов рубля и гривны к доллару

RUB\UAH	0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-30%	-40%
0%	1,44	1,45	1,46	1,47	1,47	1,49	1,51
-5%	1,45	1,46	1,47	1,47	1,48	1,50	1,52
-10%	1,46	1,47	1,47	1,48	1,49	1,51	1,53
-15%	1,47	1,47	1,48	1,49	1,50	1,52	1,54
-20%	1,47	1,48	1,49	1,50	1,51	1,53	1,55
-30%	1,50	1,51	1,52	1,53	1,54	1,56	1,59
-40%	1,53	1,54	1,55	1,56	1,58	1,60	1,63

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Для Vimpelcom Ltd. после приобретения Wind Telecom ключевое значение имеет не только курс рубля (39% в LTM EBITDA и 30% в структуре долга), но и курс евро, в котором номинированы денежные потоки и долг Wind Italy: они формируют 29% общей EBITDA и половину всего кредитного портфеля Группы. Как следствие, с точки зрения кредитных метрик Vimpelcom Ltd. выигрывает от ослабления курса евро. По нашим оценкам, при 40% снижении курса евро к доллару и неизменном курсе рубля левэридж Vimpelcom Ltd. сокращается до 2,5х с нынешних 2,8х. Своего максимума соотношение «Долг/EBITDA» достигает при 40% ослаблении курса рубля и неизменном евро.

Долг/LTM EBITDA Vimpelcom Ltd.: чувствительность к обесценению курсов рубля и евро к доллару

RUB\EUR	0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-30%	-40%
0%	2,76	2,73	2,70	2,67	2,64	2,57	2,50
-5%	2,77	2,74	2,71	2,68	2,65	2,58	2,51
-10%	2,78	2,75	2,72	2,69	2,66	2,59	2,52
-15%	2,80	2,77	2,73	2,70	2,67	2,60	2,53
-20%	2,81	2,78	2,75	2,71	2,68	2,61	2,53
-30%	2,84	2,81	2,77	2,74	2,71	2,63	2,55
-40%	2,87	2,84	2,80	2,77	2,73	2,66	2,58

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

M&A: есть ли угроза для кредитных метрик в 2012 г.?

В целом, исходя из последней риторики менеджмента обеих компаний, мы полагаем, что инвесторам вряд ли стоит ожидать новых масштабных сделок, способных привести к росту левэриджа, – наподобие недавней покупки Vimpelcom Ltd. активов Wind Telecom.

Для МТС потенциальным объектом для покупки является, во-первых, индийский бизнес акционера АФК «Система» – Sistema Shyam TeleServices Ltd. Последние оценки возможных сроков продажи, озвученные менеджментом Системы, – 2013 год. В настоящий момент актив не генерирует положительную EBITDA, и, на наш взгляд, в случае более скорой продажи его стоимость вряд ли окажется существенной.

Во-вторых, компания может консолидировать 100% своей «дочки» в Белоруссии, выкупив 51% у правительства Республики. Аукцион по продаже пакета, назначенный на декабрь 2011 года, не состоялся, причиной чему, очевидно, стала завышенная оценка стоимости актива: продавец хотел выручить за 51% акций 1 млрд дол. Мы не исключаем, что в 2012 году продажа может все-таки состояться, и МТС станут покупателем – но, очевидно, по гораздо более низкой цене.

Кроме того, существует потенциальная вероятность, что в 2012 году МТС могут стать участником сделки, инициированной акционерами компании, которые в текущем году публично озвучивали желание создать на базе МТС глобального телекоммуникационного игрока с абонентской базой 200–300 млн человек (в 2-3 раза больше, чем на текущий момент). Судя по комментариям представителей Системы, такая сделка могла бы быть осуществлена через обмен пакета в МТС на долю в крупной международной компании. Эффект возможного объединения с крупным оператором на кредитный профиль, безусловно, зависел бы от конкретных условий сделки. Мы обращаем внимание на тот факт, что смена контроля потребовала бы одобрения кредиторов – в частности, держателей выпуска евробондов MTS20, имеющих в этом случае право на предъявление бумаг к выкупу по



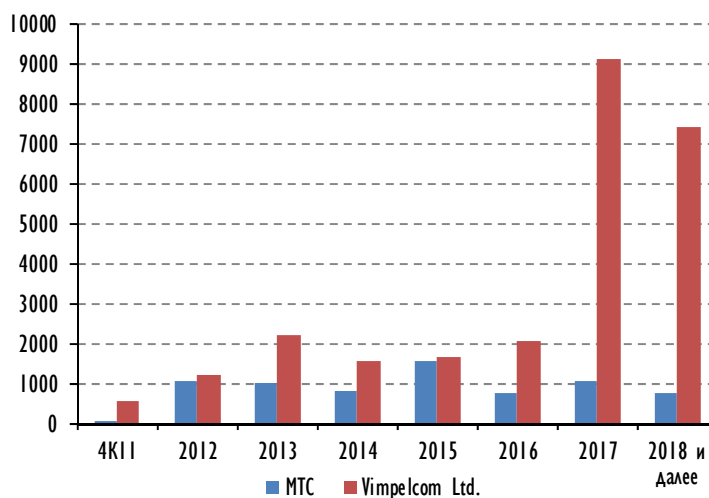
101% от номинала. При этом одним из возможных позитивных эффектов для публичного долга МТС могло бы стать повышение рейтинга в результате перехода под контроль более сильной международной компании.

Vimpelcom Ltd., согласно озвученной в ноябре стратегии развития на ближайшие несколько лет, планирует сфокусироваться на интеграции активов Wind Telecom, сокращении операционных издержек и генерации свободного денежного потока, что должно позволить сократить леверидж (в терминах «Чистый долг/EBITDA») до менее чем 2х в 2014 г. Хотя мы полагаем, что компания вряд ли полностью откажется от роста за счет новых приобретений, последние действия Vimpelcom Ltd. подтверждают курс на относительный «консерватизм» инвестиционной стратегии. В частности, в декабре 2011 г. компания отказалась от исполнения опциона на приобретение 25% в Евросети (Vimpelcom Ltd. контролирует 49% капитала ритейлера).

Ликвидность: острая потребность в рефинансировании в 2012 г. отсутствует

Мы отмечаем достаточно комфортную структуру долга и умеренный объем погашений по долгу для обеих компаний: 1,1 млрд долл. (МТС) – 1,2 млрд долл. (Vimpelcom Ltd.). На наш взгляд, вероятность нового предложения риска МТС или Vimpelcom Ltd. на публичном рынке в среднесрочной перспективе невелика: помимо собственных денежных потоков, компании смогут рассчитывать на уже имеющиеся незадействованные кредитные ресурсы. В частности, Vimpelcom Ltd. в декабре привлек две кредитные линии на 1 млрд долл. По нашим оценкам, учитывая отказ от покупки 25% Евросети, а также предполагая, что удастся избежать выплаты компенсации в 770 млн долл., вовремя завершив выделение ряда активов в рамках договоренности с Н. Савирисом (до конца года), у компании не будет необходимости в привлечении существенной части этих средств.

График погашения долга, млн долл.



Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

В то же время мы не исключаем возвращения Vimpelcom Ltd. на рынок публичного долга в 2013 году, когда компании предстоит погасить более 2 млрд долл. обязательств по долгу. Отметим также, что в 2013 г. могут быть исполнены кол-опционы по высокодоходным облигациям Wind (два выпуска с купоном 11,75% на 2 млрд долл. и 1,25 млрд евро, выпуски Pay-in-kind с купоном 12,25% на 754 млн долл. и 392 млн евро). Мы не исключаем, что компания может предпочесть отказаться от «обособленной» («ring-fenced») структуры финансирования итальянской дочки и рефинансировать часть дорогого долга Wind за счет более дешевых средств, привлеченных на уровне материнской компании или российского ОАО «Вымпелком».



Торговые идеи: рекомендуем покупать Длинные евробонды Вымпелкома против MTS20 и выпусков Евраз

Наиболее интересной идеей в облигациях телекомов остается покупка длинных евробондов Вымпелкома (VIP18, VIP21, VIP22). Премия VIP18 к выпуску MTS20 сейчас составляет около 240 б.п., в то время как до сентябрьской коррекции она не превышала 100 б.п. Кроме того мы обращаем внимание на тот факт, что выпуски Вымпелкома сейчас торгуются с премией в районе 30 б.п. к бумагам Евраза при более слабой комбинации кредитных рейтингов последнего (рейтинг Евраза от S&P/Moodys/Fitch – «B+/B1/BB-», рейтинги Вымпелкома – «BB/Ba3/-»).

С кредитной точки зрения основные опасения инвесторов в отношении Вымпелкома связаны с довольно высоким уровнем левериджа – 2,4х «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 9М11, против 1,1х у МТС и 2,2х у Евраза. При этом новые инвестиции (приобретение лицензий LTE/4G в Италии) и потенциальные сделки M&A (Евросеть) не приближают обещанное плеча. В то же время, учитывая достаточно комфортный график погашения долга, различия в уровне долговой нагрузки с МТС не оправдывают столь существенную разницу в доходностях.

По сравнению с Евразом кредитный профиль Vimpelcom Ltd. представляется нам более сильным, принимая во внимание высокую чувствительность бизнеса Евраза к колебаниям экономического цикла и более слабые способности генерировать свободный денежный поток.

Справедливая премия длинных выпусков Вымпелкома к MTS20, на наш взгляд, не должна превышать 100 б.п., по сравнению с Евразом бумаги Вымпелкома должны торговаться как минимум на 50 б.п. ниже.

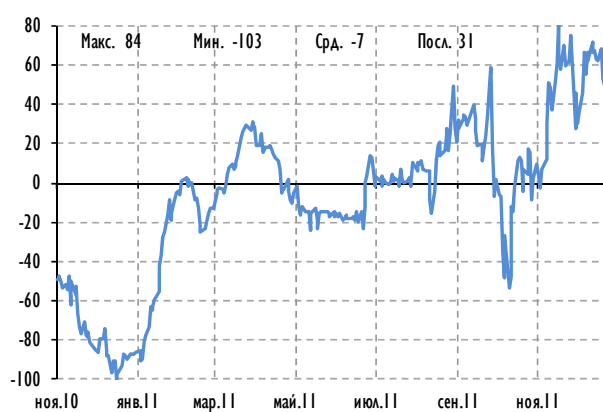
Отметим, что в среднесрочной перспективе сужению премии выпусков Вымпелкома к Евразу и МТС могут поспособствовать и позитивные кредитные события. В частности, пока не решена судьба алжирской «дочки» ОТА. Если актив будет в итоге продан правительству Алжира, компания получит существенный приток средств. В качестве предварительной оценки 100% стоимости компании ранее в СМИ фигурировала цифра в 7 млрд долл. (стоимость доли Vimpelcom Ltd. – 3,5 млрд долл.). На наш взгляд, тот факт, что Vimpelcom Ltd. недавно отказался от продления соглашения о разделе рисков по поводу ОТА с Нагибом Савирисом, может говорить об ожиданиях позитивного исхода ситуации со стороны менеджмента.

Премия VIP18 к MTS20 (в терминах Z-спредов), б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Премия VIP18 к Evraz18 (в терминах Z-спредов), б.п.



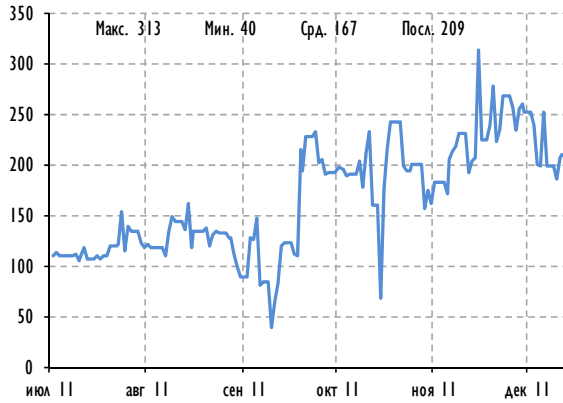
Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка



Рекомендации: рублевые облигации

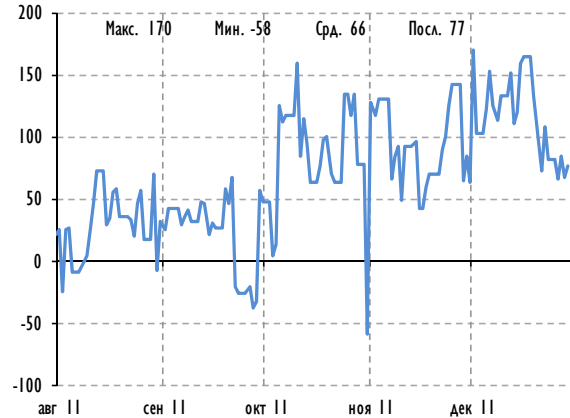
На рынке рублевого долга мы не видим каких-либо интересных идей в бумагах телекомов, которые в последние месяцы не отличаются особой ликвидностью. Текущие доходности бондов Вымпелкома в целом находятся на справедливых уровнях с точки зрения «relative value» – в частности, премия Вымпелком Инвест-3 к МТС-4 составляет около 80 б.п.

Спред Вымпелком Инвест-3 к ОФЗ 25068, б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Спред Вымпелком Инвест-3 к МТС-4, б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

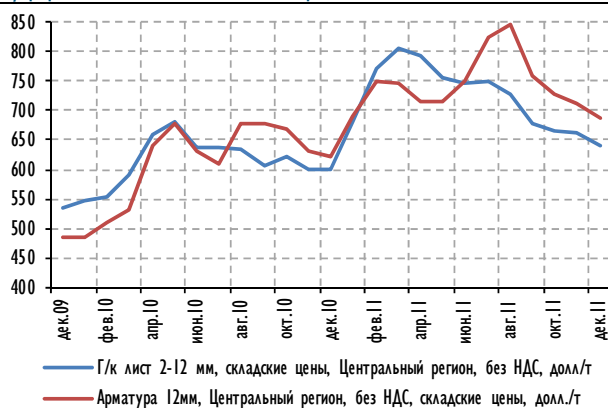


Металлургия и добыча: есть запас прочности

2011 год в целом был благополучным для российских компаний металлургии и добычи – в особенности его начало, когда цены на сырье и основные виды проката еще находились на траектории роста.

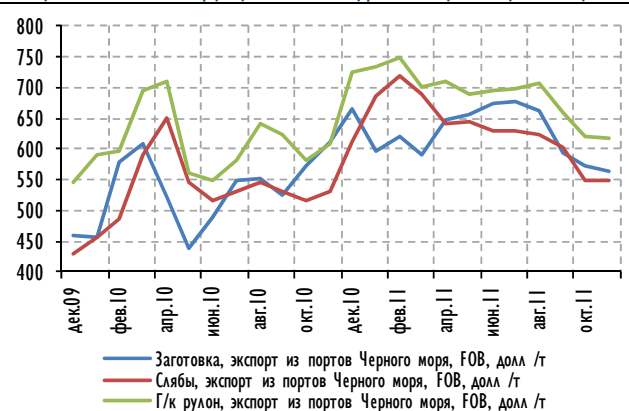
Ситуация начала меняться во 2-м квартале: искусственное сдерживание темпов экономического роста в Китае и опасения по поводу развитых экономик подтолкнули мировые цены на сталь к коррекции. На текущий момент котировки основных экспортируемых видов российского проката снизились на 10–25% по сравнению с максимальными отметками в 2011 г. Внутренние цены на горячекатаный лист и арматуру скорректировались в среднем на 20% по сравнению с максимумами, при этом существенная часть падения была обусловлена обесценением национальной валюты: в рублевом выражении цены снизились лишь на 12–13%. Отметим, что коррекция была неоднородной по различным видам продукции – по листовому прокату она началась гораздо раньше и в целом носила несколько более глубокий характер.

Внутрироссийские цены на стальной прокат, 2010–2011 гг.



Источник: Металлэксперт

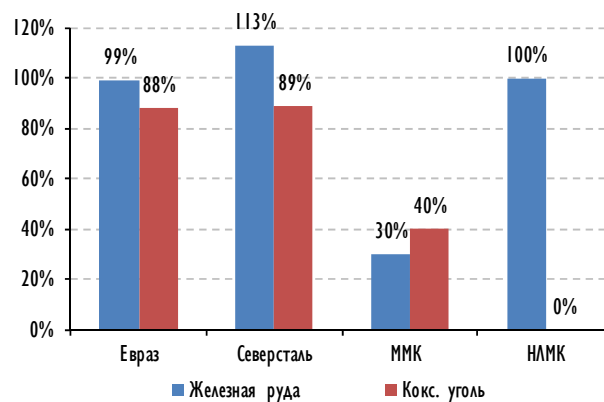
Экспортные цены на полуфабрикаты и г/к рулон в портах Черного моря



Источник: Металлэксперт

Несмотря на разворот тренда в течение года, средние цены на стальную продукцию в России в 2011 году по-прежнему предполагают премию порядка 20% к уровням 2010 г. Как следствие, негативная динамика цен на сталь пока не успела оказать сколько-нибудь заметный эффект на финансовые показатели российских металлургов – «долгосрочные» показатели EBITDA в течение 2011 г. демонстрировали устойчивый рост, ставший главным «драйвером» улучшения кредитных метрик для таких представителей сектора, как Северсталь, Евраз, а также ТМК.

Степень вертикальной интеграции российских металлургических компаний



Источник: данные компаний



Дополнительным фактором, оказавшим поддержку кредитному профилю вертикально интегрированных российских компаний (в частности, Евраз, Северсталь), стал внушительный рост цен на сырье, который в этом году заметно опережал темпы удорожания стальной продукции: на текущий момент средние с начала года внутрироссийские долларовые цены на концентрат коксующегося угля (марка Ж, ГЖ) и железорудный концентрат примерно на 40% выше г/г. Рост маржи от сырьевого сегмента бизнеса компенсировал негативный эффект в удельных расходах на производство стали.

Оценки стальных компаний на 1П12: осторожный оптимизм

Собственные оценки российских стальных компаний относительно ситуации на среднесрочную перспективу содержат в себе нотки осторожного оптимизма. Поддержку мировым ценам на сталь должен оказать ограниченный потенциал снижения цен на сырье из-за структурного дефицита предложения качественного угля и железной руды на рынке, длительного срока реализации новых проектов по увеличению добычи, а также относительно высоких удельных издержек производства железной руды в Китае. Российские компании также отмечают относительно небольшой уровень запасов в отрасли и ожидают появления признаков восстановления объемов и цен в 1П12. Кроме того, поддержку продажам по-прежнему будет оказывать растущий внутренний спрос: Северсталь и ММК ожидают роста потребления проката на 8–10% в 2012 году.

Базовый прогноз: умеренное снижение цен на сталь в 2012 году

По прогнозам отраслевых аналитиков Газпромбанка, покрывающих акции компаний металлургии, экспортные цены на горячекатаный прокат в 2012 г. снизятся на 7% г/г, внутренние цены (в долларовом выражении) – на 6% г/г, на фоне 10% сокращения стоимости железной руды и 16% снижения внутренних цен на коксующийся уголь (подробнее см. www.gazprombank.ru/upload/iblock/6fa/gazprombank_equity_strategy_2012.pdf). Если снижение цен не будет сопровождаться резким падением объемов реализации, такой сценарий, очевидно, не должен привести к существенному «разрушению» денежного потока российских компаний.

...но существуют риски более глубокой «просадки» спроса и цен

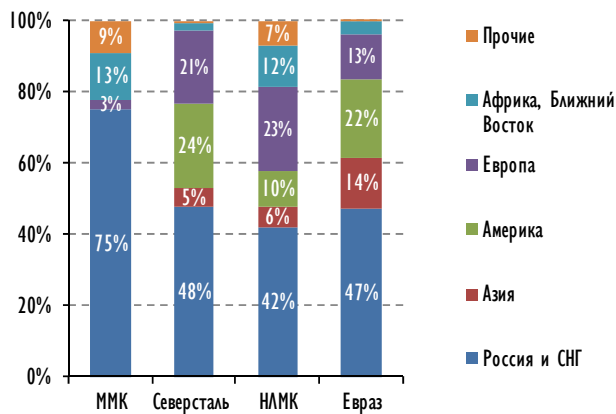
В то же время, очевидно, что неопределенность относительно сроков разрешения европейского долгового кризиса и того, насколько болезненно он скажется на экономике еврозоны, является одним из ключевых факторов риска для отрасли. Кроме того, еще больший риск несет резкое «контролируемое» торможение экономики Китая (переход в фазу неконтролируемого падения).

Волатильность внешней конъюнктуры, очевидно, не может не сказаться на финансовых показателях и кредитном профиле российских металлургов. В то же время мы полагаем, что «степень чувствительности» отдельных компаний будет различной. Кроме того, существует ряд факторов, которые должны обеспечить российским производителям частичную защиту от внешнего негатива.

География поставок: разная подверженность «европейским рискам». Наибольшую долю продаж в европейские страны по итогам 1П11 имели НЛМК и Северсталь – более 20% от общей консолидированной выручки (включая все сегменты бизнеса). При этом если рассмотреть отдельно экспортные поставки стального проката с российских заводов, то «отрыв» НЛМК как компании с самой высокой зависимостью от европейского рынка становится еще более очевидным: существенная часть мощностей НЛМК находится в Европе (заводы SIF, консолидированные летом 2011 г.), российская площадка поставляет полуфабрикаты на европейские заводы. Евраз и ММК в меньшей степени ориентированы на европейские продажи. При этом ММК в целом получает лишь 25% выручки от продаж за пределами России.

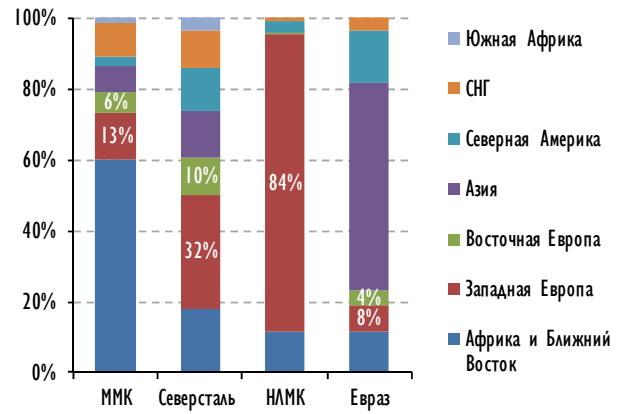


Структура выручки по МСФО (млн долл.), IPII



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

География экспорта проката российских заводов крупнейших металлургических компаний (в натуральном выражении), 9MII

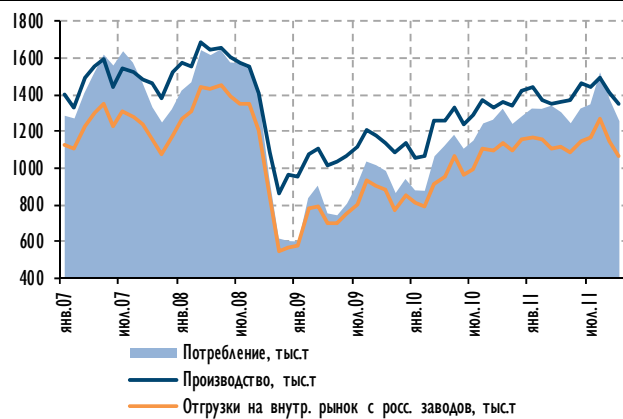


Источник: Металлэксперт, расчеты Газпромбанка

Низкая себестоимость производства. Благодаря вертикальной интеграции и относительно низким операционным расходам российские металлургии по-прежнему находятся в «нижней части» глобальной кривой удельных издержек производства тонны стали. Как следствие, они имеют существенное конкурентное преимущество перед неинтегрированными производителями (в том числе в Европе), которые вынуждены первыми сокращать производство в периоды падения спроса на сталь и снижения цен. Низкие издержки должны оказать поддержку объемам продаж и доле рынка российских компаний на европейском рынке в 2012 г.

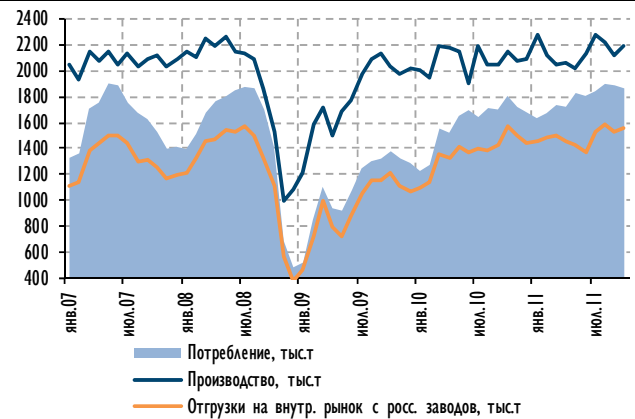
Внутренний спрос: по-прежнему «локомотив роста» спроса на сталь. Дальнейший рост внутреннего спроса на стальной прокат в России, по всей видимости, также сможет частично защитить российские компании от негативного развития ситуации на мировых рынках стали.

Потребление и производство сортового проката в России, 2007–2011



Источник: Металлэксперт

Потребление и производство листового проката в России, 2007–2011



Источник: Металлэксперт

По данным Металлэксперта, наблюдаемое потребление проката в России заметно выросло в 2010 году. При этом если по листовому прокату оно уже полностью восстановилось до уровней, предшествовавших кризису 4Q08-1P09, то потребление сортового проката сохраняет определенный запас роста. Мы отмечаем существенный рост потребления в «пик» строительного сезона в 3К11, который привел к почти 30%-ному (г/г) росту импорта сортового проката в Россию (главным образом из стран СНГ).

По прогнозам Евраз (лидер внутреннего рынка сортового проката), спрос на используемую в строительстве металлопродукцию в 2011 г. вырастет на 9%, а в 2012 году выйдет на докризисные уровни. «Движущей силой» спроса является восстановление объемов строительства в частном секторе, а также



«инфраструктурные» расходы госбюджета на реализацию федеральных программ и крупных проектов:

- ▶ Подготовка к проведению Олимпиады в Сочи: около 90 млрд руб. (2,8 млрд долл.) расходов на строительство объектов и инфраструктуры заложено в бюджете на 2012 г., включая взнос государства в капитал РЖД, покрывающей инвестрасходы монополии, еще 72 млрд руб. (2,3 млрд долл.) – в плановых расходах на 2013 г.
- ▶ Чемпионат мира по футболу в 2018 г.: предварительная оценка расходов составляет 632 млрд руб. (почти 20 млрд долл.), в том числе 242 млрд руб. (7,6 млрд долл.) – развитие транспортной инфраструктуры, 123 млрд руб. (3,9 млрд долл.) – строительство стадионов. По оценкам Евраза, общий эффект от подготовки к ЧМ-2018 для стальной отрасли составит 2,0–2,5 млн тонн дополнительного спроса на стальной прокат – хотя, по всей видимости, основной объем потребления придется на более поздний период (2013–2017 гг.).
- ▶ Федеральная программа «Жилище»: строительство жилья эконом-класса для необеспеченных групп населения, общий объем финансирования из бюджета РФ и субъектов РФ в 2011–2015 гг. превышает 400 млрд руб. (12,6 млрд долл.).

Потенциал роста есть и у внутреннего спроса на качественный листовой прокат за счет запуска новых мощностей по выпуску автомобилей в России, в частности, в рамках существующих СП с иностранными производителями (СП Автоваз-Renault-Nissan, ГАЗ-Volkswagen, Sollers-Ford, КамАЗ-Daimler, и т.п.).

Что касается трубного рынка, то, учитывая уже заявленные планы по увеличению инвестиционных расходов российских ВИНК в следующем году (наиболее существенное – у Лукойла: рост на 85%) и прогнозируемый участниками отрасли рост объемов бурения (порядка 9% – оценка Eurasia Drilling Company), мы ожидаем роста спроса на трубы нефтяного сегмента, от чего прежде всего должна выиграть ТМК. Динамика сегмента ТБД представляется менее однозначной, принимая во внимание наблюдаемый во втором полугодии 2011 г. спад потребления со стороны Газпрома и недавно объявленные намерения газовой монополии сократить инвестпрограмму на следующий год (почти на 40%). При этом мы не исключаем, что объем заказов на трубы со стороны Газпрома может заметно вырасти в конце года, учитывая существующие намерения по началу строительства ряда новых проектов в 2013 г. – в частности, газопровод «Якутия-Хабаровск-Владивосток».

Риски ликвидности: уроки кризиса усвоены?

Сравнивая финансовые показатели российских заемщиков отрасли металлургии и добычи с уровнями 3-летней давности, мы отмечаем различия в динамике кредитных метрик. С одной стороны, леверидж компаний, наиболее активно занимавших на публичном рынке и сильнее других пострадавших в кризис (Северсталь, Евраз, ТМК), практически вернулся на докризисные отметки или даже оказался ниже (в случае Алросы), благодаря позитивной рыночной конъюнктуре, консервативной инвестиционной / дивидендной политике и продаже наиболее «неблагополучных» активов (Северсталь).

С другой, заемщики, практически не использовавшие кредитное плечо до кризиса, заметно нарастили долговую нагрузку. Наиболее существенное увеличение чистого левериджа мы наблюдаем у ММК – с 0,1х (9M08) до 2,7х (9M11), что больше чем у Евразы – 2,1х по итогам 1П11.

Практически все компании сейчас выглядят гораздо более устойчиво с позиции рисков ликвидности. Мы полагаем, что большой объем короткого долга был ключевым фактором риска с точки зрения кредитоспособности российских компаний в кризис, когда их способность генерировать денежные потоки для погашения обязательств резко ухудшилась, а рынки капитала оставались закрытыми. Большинство заемщиков использовали периоды благоприятной рыночной конъюнктуры в 2010-2011 для улучшения собственного графика погашений. По состоянию на последнюю отчетную дату компании сектора имели достаточный резерв наличности, чтобы



обеспечить существенную часть краткосрочных выплат – вплоть до полного погашения всего короткого долга.

Наиболее слабые позиции с точки зрения ликвидности, на наш взгляд, у Мечела: компании предстоит погасить около 2,7 млрд долл. долга в следующем году, из которых лишь 1,2 млрд долл. приходится на возобновляемые кредитные линии. Учитывая ограниченные возможности погашать обязательства из собственных денежных потоков (свободный денежный поток Мечела последние два года не выходил в зону положительных значений), компания попадает в зависимость от наличия доступа к источникам заемного капитала в банках / на публичном рынке.

Выборочные финансовые показатели российских металлургических компаний (МСФО, US GAAP)

	Северсталь		Евраз		ТМК*		Алроса		НЛМК		ММК		Мечел		Металлоинвест	
	9M08	9M11	1P08	1P11	1P08	1P11	2008	9M11	9M08	9M11	9M08	9M11	9M08	9M11	2008	1P11
Чистый долг/12М EBITDA, x	0,6	1,0	1,6	2,1	3,7	3,3	4,1	1,3	0,1	1,2	0,1	2,7	1,2	3,6	1,7	1,8
Краткоср. долг, % от общего	27	25	38	8	78	12	40	31	40	27	83	34	61	26	83	27
Ден. ср-ва/краткоср. долг, %	174	130	24	191**	3	32	35	69	203	81	81	28	4	21	3	24
Своб. ден. поток, млн долл.	485	170	1924	817	-152	46	-1255	757	440	-44	69	-548	503	-1418	1188	935
Долг/12М своб. ден. поток, x	27	18	4	7	отр.	отр.	отр.	5	5	отр.	отр.	отр.	10	отр.	5,1	3,9
Рен-сть по EBITDA, %	27	25	35	19	17	16	26	54	42	22	31	16	37	20	39	37

* консолидация результатов IPSCO с июня 2008 г. За счет вклада американских активов по итогам 2008 г. соотношение «Чистый долг/EBITDA» снизилось до 3x

** 86% согласно неаудированным данным на 30/09/2011

Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Мы полагаем, что российские заемщики отрасли металлургии и добычи, за рядом исключений, сейчас обладают запасом прочности, который должен защитить их от турбулентности на финансовых / товарных рынках – как с операционной точки зрения (низкие издержки, пространство для роста внутреннего спроса на сортовой прокат), так и с позиции ликвидности и кредитных метрик. При этом, как это часто бывает в периоды нарастания глобальной неопределенности, ключевым с точки зрения устойчивости кредитного профиля в 2012 году будет уровень консерватизма в управлении собственными денежными потоками.

Риски M&A

На наш взгляд, существует большая вероятность того, что стратегия российских металлургов относительно покупок активов в текущем году будет консервативной. Для наиболее агрессивных игроков сектора на рынке M&A до кризиса – Северстали и Евраза – предыдущие масштабные покупки обернулись ростом левериджа, который лишь сравнительно недавно удалось вернуть на «приемлемые» уровни. Кроме того, далеко не все приобретения оказались успешными (деконсолидация европейских и части американских активов Северсталью).

Судя по последним комментариям менеджмента Северстали, компания заинтересована в небольших приобретениях в сырьевом сегменте бизнеса (железорудные проекты в Бразилии, Африке), а также greenfield проектах за рубежом (планы по строительству завода в Индии), однако не предполагает новых крупных сделок.

Что касается Евраза, то, учитывая заявленные инвестиционные проекты, в ближайшие год-два, на наш взгляд, он будет сфокусирован на органическом росте – реконструкции и увеличении мощностей по выпуску рельсов и строительного проката, снижении норм расхода сырья и развитию сырьевого дивизиона. Кроме того, компания может начать разработку угольных месторождений в Туве, что потребует существенных инвестиций на горизонте нескольких лет, а также железорудного проекта «Тимир»: в 1К12 Евраз должен завершить приобретение 51% доли в проекте у Алросы.

Менее предсказуемым является возможный отток средств в пользу акционеров. Объявленные / выплаченные дивиденды в 2011 году в целом были довольно умеренными и, по нашей оценке, не должны привести к существенному разрушению запаса ликвидности / ухудшению кредитных метрик. Остается надеяться, что в условиях меньшей определенности относительно дальнейшего развития сектора консерватизм металлургов в следующем году сохранится.

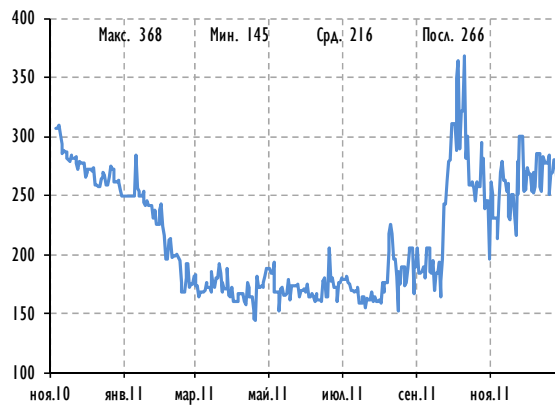


Рекомендации: рынок рублевого долга

На наш взгляд, динамика кредитных спредов наиболее ликвидных рублевых выпусков российских металлургов в текущем году в большей степени отражает общее отношение к риску второго эшелона, нежели какие-либо изменения в индивидуальном кредитном качестве. В частности, спред выпусков Сибметинвест-1,2 (риск Евраза), который летом сужался до 150 б.п., заметно расширился в результате коррекции на рынке в сентябре и сейчас превышает 250 б.п. (спред к первому эшелону на примере ФСК-15 – около 140 б.п.). При этом на более длинном горизонте наблюдений, последнее расширение не кажется чрезмерным: фактически спред вернулся на уровни годичной давности.

Учитывая описанные выше отраслевые риски, мы не ждем сужения премий бумаг металлургов за счет дальнейшего улучшения кредитного профиля. В то же время бумаги качественных эмитентов – Северстали, Евраза и НЛМК, на наш взгляд, остаются достаточно безопасным выбором для инвесторов во втором эшелоне. При этом потенциал роста котировок главным образом будет определяться общими настроениями на рынке.

Спред Сибметинвест-1 к ОФЗ-25068, б.п.



Источник: Bloomberg

Премия EVRAZ18 к CHMFRU17 (Z-спреды), б.п.



Источник: Металлэксперт

Рекомендации: еврообонды

В сегменте еврооблигаций мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на расширившиеся после довольно волатильных осенних месяцев спреды между выпусками металлургических компаний различного кредитного качества.

Мы выделяем три случая завышенных, на наш взгляд, кредитных спредов:

- ▶ Премия EVRAZ18 по отношению к CHMFRU17 сейчас превышает 100 б.п., притом что спред CHMFRU17 к первому эшелону (GAZPRU18) в октябре отыграл существенную долю расширения, наблюдавшегося в сентябре. Справедливый уровень премии мы оцениваем в 50 б.п.
- ▶ Спред TRUBRU18 к EVRAZ18 колеблется в районе 180-200 б.п., что в 5 раз выше минимальных отметок (40 б.п.), достигнутых летом. И хотя с точки зрения долговой нагрузки разница между ТМК и Евразом выглядит существенной, мы полагаем, что ТМК имеет все шансы показать опережающую по сравнению с металлургами динамику рентабельности в случае снижения цен на сталь, что должно позитивно сказаться на денежных потоках. Мы видим справедливый спред TRUBRU18 к EVRAZ18 на уровне не выше 100 б.п.
- ▶ Мы также обращаем внимание на положительную премию выпуска METINR16 к EVRAZ18. Учитывая более низкий леверидж Металлоинвеста, лучшую комбинацию рейтингов («-/Ba3/BB-», против «B+/B1/BB-» у Евраза) и более маргинальную природу сырьевого бизнеса, выпуск METINR16 должен торговаться как минимум на одном уровне Z-спреда с длинными сериями Евраза.

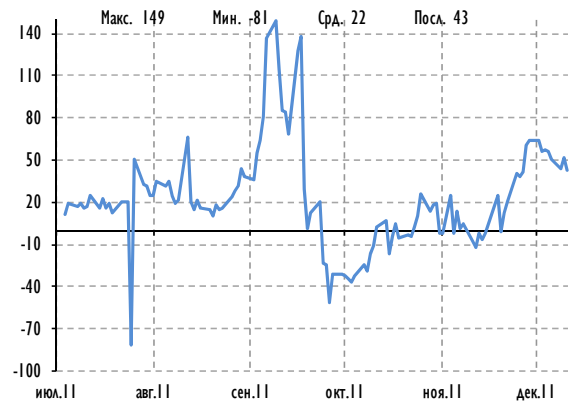


Премия TRUBRU18 к EVRAZ18 (Z-спреды), б.п.



Источник: Bloomberg

Премия METINR16 к EVRAZ18 (Z-спреды), б.п.



Источник: Bloomberg



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Алексей Михайлов

+7 (495) 983 18 00 доб. 29014

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

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

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