

2011-04-12

Макроэкономические индикаторы

Март месяц для России в целом выдался удачным. Дорогая нефть на сырьевых площадках, избыточная ликвидность в системе, несмотря на повышение учетной ставки, неплохая макроэкономическая статистика и в целом успешные показатели компаний за 2010 год, выходявшие в течение месяца, позволили российскому рынку показать уверенный рост. Так биржевые индексы ММВБ и РТС подросли на 2,15% и 3,76%. Индекс полной доходности IFX-Cbonds за месяц практически не изменился, а Cbonds-Muni снизился на 34 б.п., что говорит о волатильности долгового рынка в целом и отсутствии идей для роста котировок бумаг.

Индекс потребительских цен в РФ за март месяц составил 0,6%, и с начала года уже приблизился к цифре 3,8% при заявленном Правительством России уровне в 7% на конец года. Базовый индекс потребительских цен вырос за прошлый месяц на 0,7 %, с января по март - на 2,5%. На инфляцию продолжает давить сезонное повышение цен в первом квартале этого года, рост цен на энергоносители и другие сырьевые составляющие экономики, большие объемы свободных денежных средств, подкрепленные существенными иностранными инвестициями на фоне роста привлекательности российских активов. Мы считаем, что в ближайшей перспективе Банку России, и в целом Правительству, вряд ли удастся обуздать инфляцию, и к концу года она, более чем вероятно, выйдет за пределы, установленные Минэкономразвития в 7-8%. По нашему прогнозу инфляция в 2011 году составит 8,5-9,0%. При этом, мы прогнозируем повышение учетной ставки в апреле на 25 б.п., и синхронное увеличение резервных требований на 50-100 б.п., как наиболее оперативного инструмента для абсорбирования излишней ликвидности в системе. Особенно это актуально на фоне привлекательности российского рынка для мирового спекулятивного капитала.

Безработица на начало апреля составила 1,64 млн. человек. В марте, впервые с начала года, было зафиксировано снижение регистрируемой безработицы на 0,3%. Для сравнения, в феврале было зарегистрировано 1,67 миллиона человек. Уровень безработицы на начало апреля составил 2,2% от численности экономически активного населения. Данное снижение обусловлено техническими сезонными факторами, а не качественными изменениями в экономике. Мы уверены, что ближе к концу года уровень безработицы покажет плавный рост и вернется на уровни начала 2011 года (2,5%).

Государственный внутренний долг России за март 2011 года увеличился на 141,3 млрд. рублей или на 5% и составил по состоянию на 1 апреля 2011 года 2,746 трлн. рублей. Внешний долг России по состоянию на 1 апреля составил \$504,6 млрд. и по сравнению с началом года вырос на 3,3% или на \$15,95 млрд. Умеренный рост долга был связан с консервативной политикой заимствований, реализуемой Минфином России, в том числе за счет существенных размеров резервных фондов, накопленных от нефтяных сверхдоходов в связи с мировым ростом стоимости энергетических активов.



Положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса России в 1 квартале 2011 года снизилось по сравнению с аналогичным периодом 2010 года на 4,5% до \$31,8 млрд. При этом положительное сальдо торгового баланса страны в январе-марте увеличилось на 3,7% и составило \$48,2 млрд. Это говорит о росте экспортной составляющей в торговых отношениях, однако, как всегда он обеспечен в основном ростом цен на углеводородное сырье, а не качественным ростом экспорта за счет продукции с более высокой добавленной стоимостью. Мы прогнозируем дальнейший рост положительного сальдо торгового баланса за счет роста котировок на энергоносители в мире, который в ближайшей перспективе вряд ли будет подвержен развороту.

Профицит федерального бюджета РФ в первом квартале 2011 года составил 1% ВВП, что является знаковым событием за последние несколько лет. Конечно, это в первую очередь связано с высокими ценами на нефть на мировых торговых площадках, что в конечном итоге приводит к солидному повышению государственной казны за счет получаемых пошлин. При этом официальный годовой прогноз дефицита бюджета остается прежним на 2011 год — 3,6% ВВП. Часть полученных сверхдоходов будет направлена на социальные нужды. Так, в апреле Минфин завершит доработку поправок по увеличению расходов бюджета на 300 млрд. рублей. Однако, большая часть, в целях борьбы с инфляцией, будет конечно же направлена в резервные фонды.

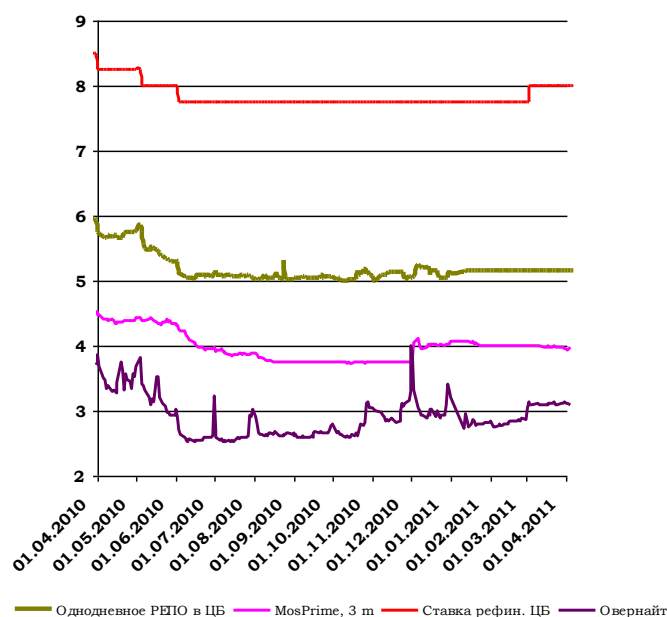
Если говорить о внутренних резервах, то совокупный объем Резервного фонда на 1 апреля 2011 года составил 748,53 млрд. рублей или \$26,33 млрд., а объем Фонда национального благосостояния по итогам марта равняется 2,61 трлн. рублей или \$91,8 млрд. Международные резервы России на 1 апреля составили \$504,5 млрд. или выросли на 2% по сравнению с мартом, что свидетельствует о политике Банка России, направленной на укрепление национальной валюты.

Рубль в марте по отношению к бивалютной корзине в целом остался на уровнях начала месяца (33.72 руб.), на которые он откатился после падения в конце февраля, вызванного повышением учетной ставки. В целом, по валюте в начале марта наблюдалась определенная волатильность, в том числе вызванная и снижением границы коридора колебаний бивалютной корзины на 0,5 руб. в каждую сторону и уменьшение объема "сдвигающих" кумулятивных интервенций с \$650 млн. до \$600 млн. Однако, после стабилизации в середине месяца валютные торги перешли в спокойное русло.

Избыточная рублевая ликвидность в марте, как и за последние полгода, оказывала существенную поддержку российским фондовым рынкам, и даже повышение ставки пока никак не повлияло на объем денежной массы в обращении. Денежная база России в узком определении на конец марта составила 5,728 трлн. рублей, а уровень рублевой ликвидности коммерческих банков на корсчетах и депозитах в ЦБ был равен 1,38 трлн. рублей, что на 20% выше, чем месяцем ранее. Это показывает, что несмотря на борьбу монетарных властей с избыточной ликвидностью, пока



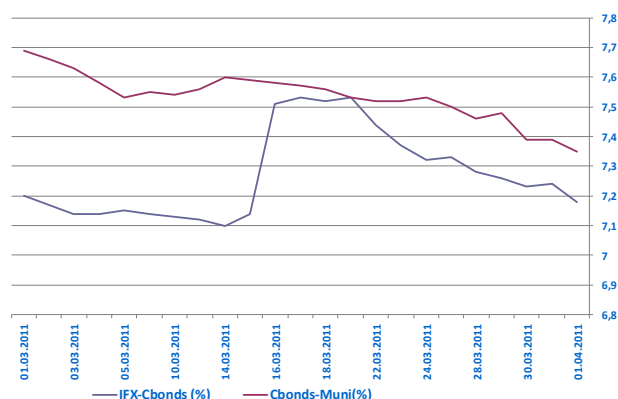
прирост денежной массы не удается сдержать, и она в свою очередь, продолжает разгонять инфляцию и «разогревать» фондовые рынки. На практике временной лаг от повышения ставки Банком России до снижения ликвидности и повышения ставок коммерческих банков может составлять до 3-х месяцев. В свою очередь, ставки на денежном рынке так же не показали особой динамики после роста в конце февраля вслед за изменениями учетной ставки. Так, ставка овернайт за месяц выросла всего на 6 б.п. до 3,11, ставка MosPrime по трехмесячным кредитам снизилась на 5. Б.п. и составила 3,96%, а ставка РЕПО ЦБ РФ осталась на уровне 5,15% и до сих пор находится на уровнях начала года.



Индикаторы	Март	Предыдущее значение
Инфляция %	0,6	0,8
Учетная ставка %	8,0	8,0
Объем ликвидности тран. руб.	5,7	5,8
Профицит(Дефицит) бюджета/ВВП %	1,0	0,7
Госдолг (внешний) \$ млрд.	504,6	488,7
Госдолг (внутренний) млрд. руб.	2746,0	2605,0
Внешнеторговое сальдо \$ млрд.	48,2	17,3
Международные резервы \$ млрд.	504,5	504,0
PMI	53,3	53,4

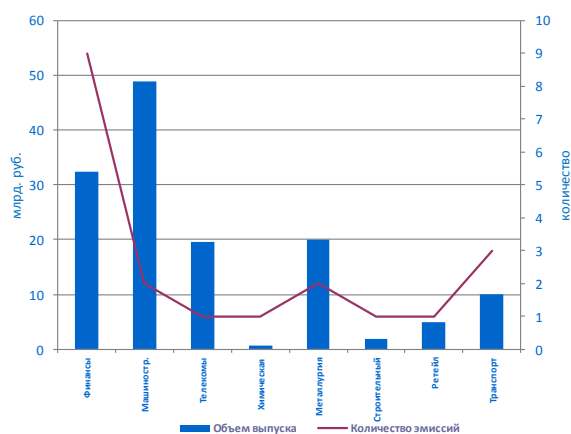
Внутренний долговой рынок

В марте российский долговой рынок показал уверенный рост. Правда, рост был в основном показан бумагами второго эшелона. Индексы IFX-Cbonds и Cbonds-Muni по итогам марта по сравнению с началом месяца практически не изменились. Всплеск доходностей по бумагам был скорее всего связан с запоздалой реакцией



рынка на изменение учетной ставки и периодом налоговых выплат, однако, в последствии из-за высоких цен на нефть и остающейся высокой ликвидности, доходности вернулись на свои низкие уровни. Как и прежде, участники рынка искали недооцененные бумаги или активно участвовали в первичных размещениях, благодаря существенному навесу «качественных» бумаг со стороны эмитентов. Интересных инвестиционных идей на рублёвом долговом рынке практически не осталось. Разве что первичный рынок в основном и давал возможность заработать. Однако, излишняя ликвидность и острая борьба за качественные инструменты толкала инвесторов в процессе book-building на существенное снижение ставки в отличие от первоначального ориентира с дисконтом к кривой долга компании или схожих по кредитному качеству аналогов, что в свою очередь в последствии начинало двигать и бумаги уже обращающиеся на вторичке.

В марте успешно разместились 20 эмиссий на общую сумму в более чем 138 млрд. рублей. Наибольший объем с рынка смогла взять Объединенная авиастроительная корпорация, которая в итоге разместила бумаги на 46,28 млрд. рублей. Однако, нам наиболее интересным видится размещение ФГУП «Почта России» прошедшее с существенной переподпиской и неоднократным снижением



диапазона. Для компании это был дебют на рублевом долговом рынке, и учитывая объединение с ОАО «Связь Банк» в «Почта банк», перспективы у данной бумаги более чем привлекательные. Надеемся, что и другие крупные унитарные предприятия России так же не останутся в стороне от публичных заимствований. Так же знаковым было возвращение Русала на российский рынок долга. Компания успешно для себя и с повышенным спросом со стороны инвесторов разместила займ сразу на 15 млрд. рублей с целью рефинансирования своего долга. Отметим, что в апреле ожидается размещение Русала еще на 15 млрд. 22 займа в марте были погашены на общую сумму около 62 млрд. рублей (не считая 1 000 млрд. заем Банка России). Оферты были успешно пройдены по 26 эмиссиям на общую сумму 109,864 млрд. рублей.

Прогноз на предстоящий месяц

В первой декаде апреле российский рынок находился под влиянием покупок. Есть вероятность, что данная тенденция продолжится, правда не столь высокими темпами и с периодическими остановками для консолидации на достигнутых уровнях. Основными драйверами рынка остаются существенная ликвидность на рынке и высокая цена на нефть, а так же инвестиционная привлекательность российских активов по сравнению с аналогичными бумагами эмитентов стран BRIC. Тем более, рынок евробондов российских компаний подтверждает это. Кроме того,



показанные неплохие результаты по деятельности компаний за 2010 год, в частности отчеты компаний металлургического сектора, позволяют надеяться на серьезные подвижки в части сокращения спреда бумаг к суверенной кривой. Однако, техническая перекупленность бумаг не дает доходностям снижаться без соответствующего движения кривой ОФЗ. Кроме того, усиливающаяся монетарная политика Правительства России не исключает повышения ставки в ближайшей перспективе, что вероятно приведет к определенному снижению ликвидности. Также остается негативное влияние на бумаги с рейтингом «В»- и «В», ибо для них рынок ломбарда практически закрыт.

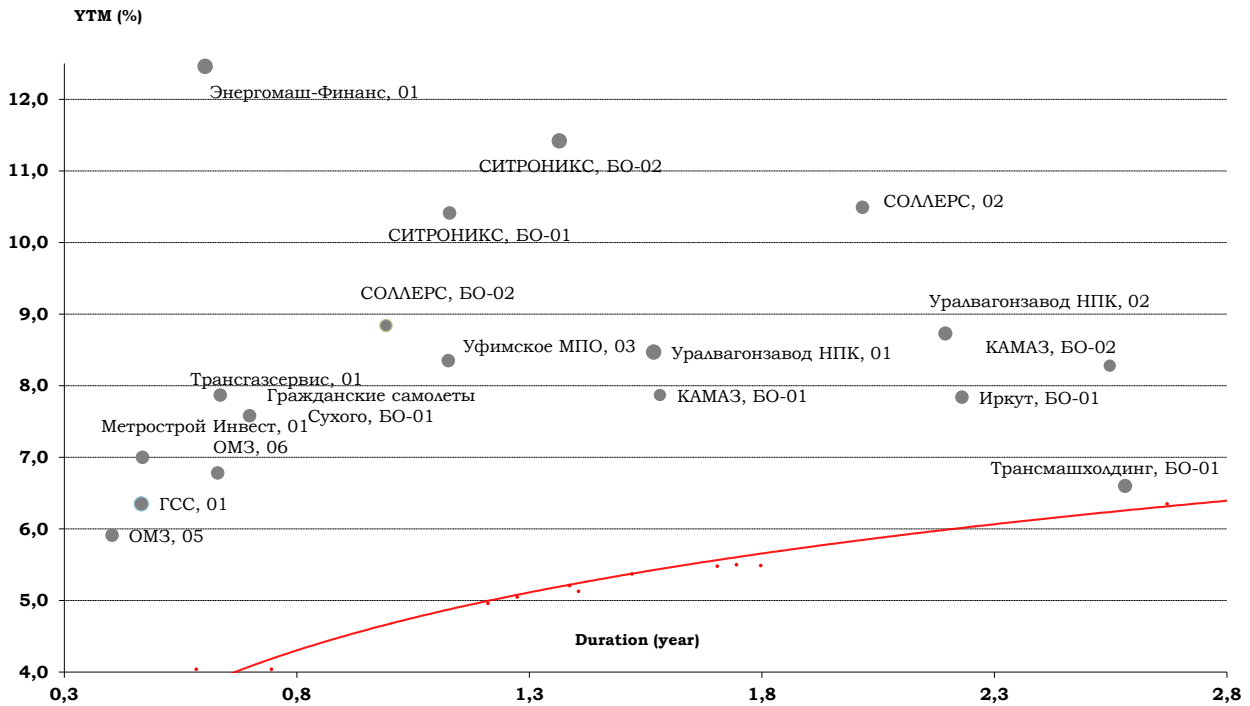
В предстоящем месяце на внутреннем долговом рынке планируется разместить 24 эмиссии совокупным объемом 106,9 млрд. рублей. Наиболее значимым для рынка будет размещение ОФЗ объемом 20 млрд. рублей на рекордный срок до 20 лет. А с точки зрения потенциала роста мы бы рекомендовали обратить внимание на 8-й выпуск Русала, который по нашему мнению, с учетом неплохой конъюнктуры на рынке металлов и высоких показатели компании за 2010 год, может иметь неплохой потенциал роста на вторичном рынке. При всем при этом предложение на первичном рынке абсолютно не покрывает потребности инвесторов на рынке. Исходя из этого, мы прогнозируем продолжение текущей ситуации со значительным снижением доходностей в процессе букбилдинга от первоначальных ориентиров и существенной переподпиской по займам по итогам размещений.

Мы оставляем наши рекомендации участвовать в первичных размещениях рублевых облигаций, даже в случае небольшого дисконта к рынку, т.к. наиболее вероятно, что на «вторичке» бумага покажет рост. Правда это относится только к бумагам первого-второго эшелона. Размещения третьего эшелона, прошедшие недавно, лишний раз подтверждают их не рыночный характер.

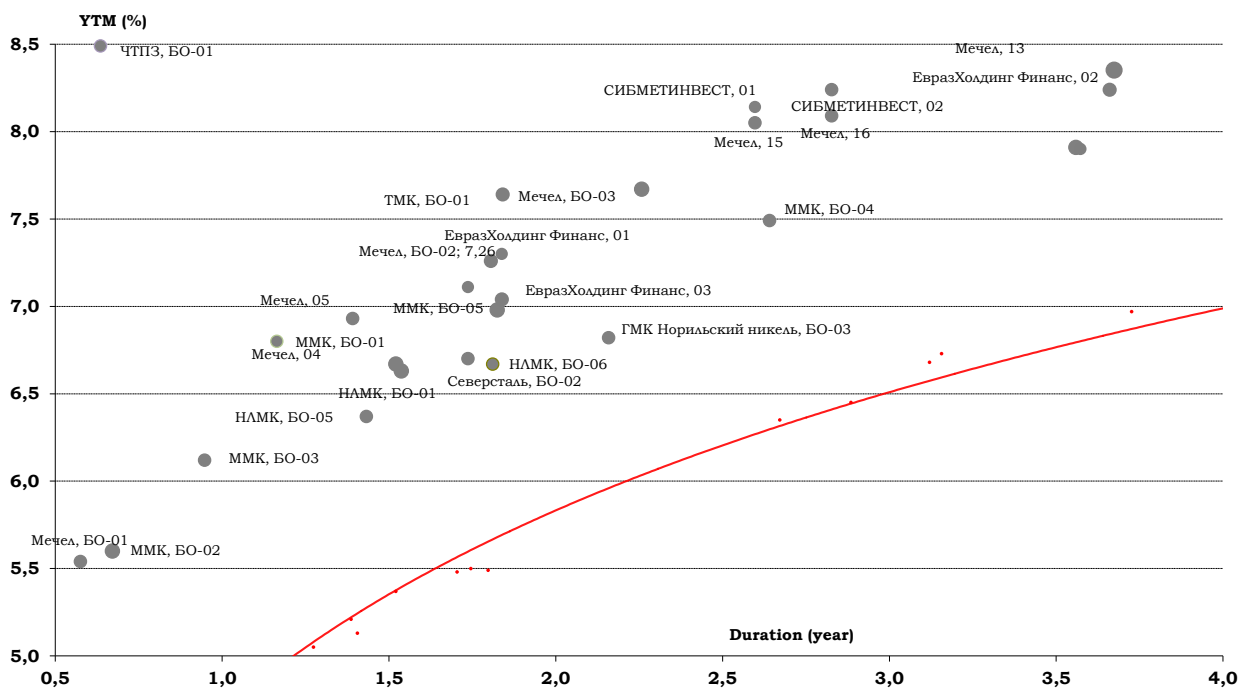


Карты доходности

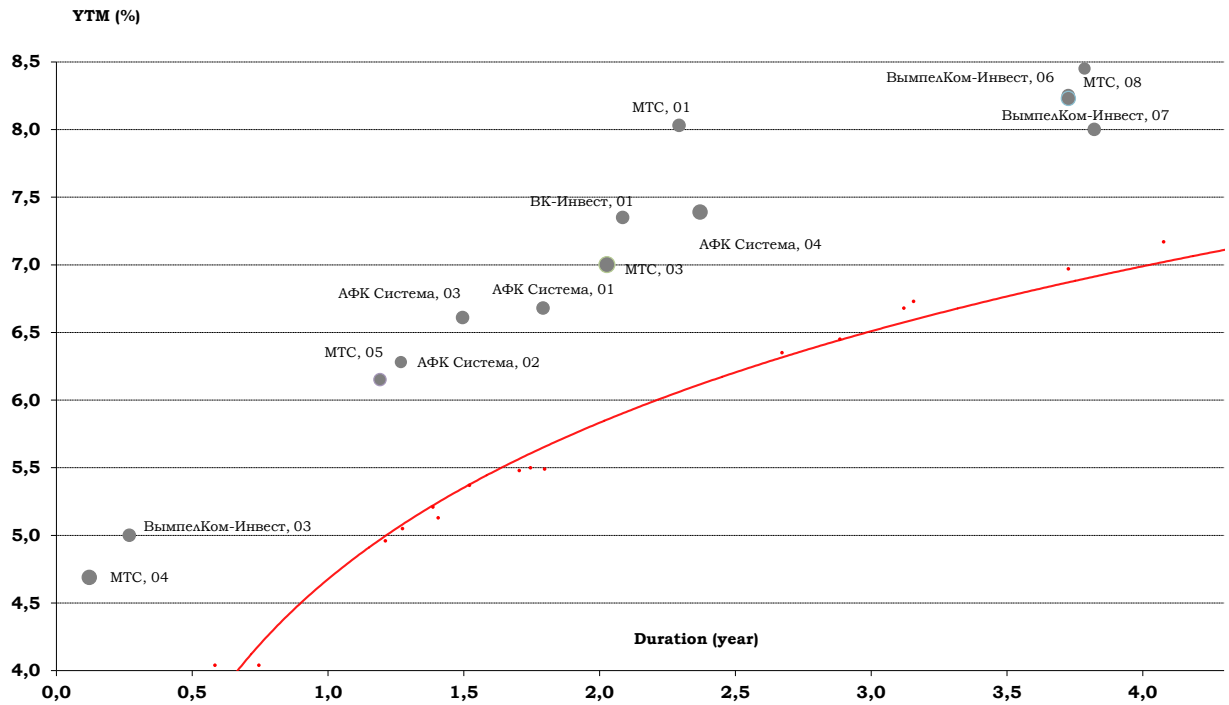
Машиностроение



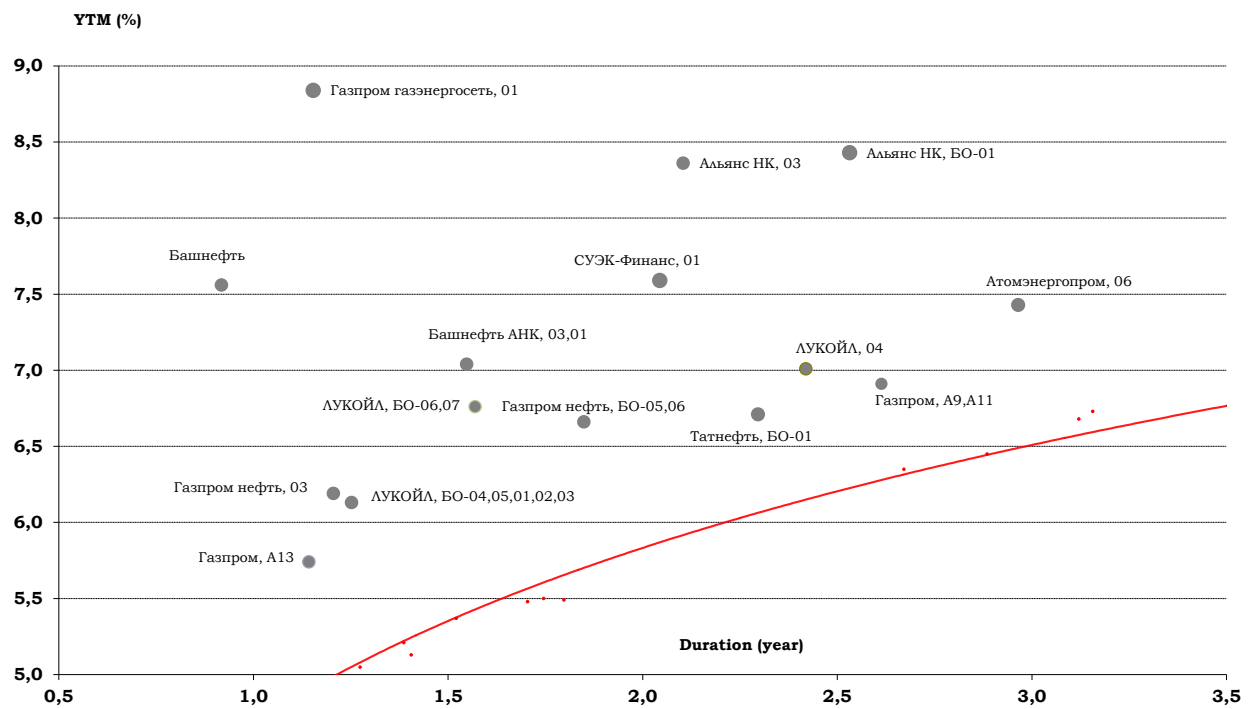
Металлургия



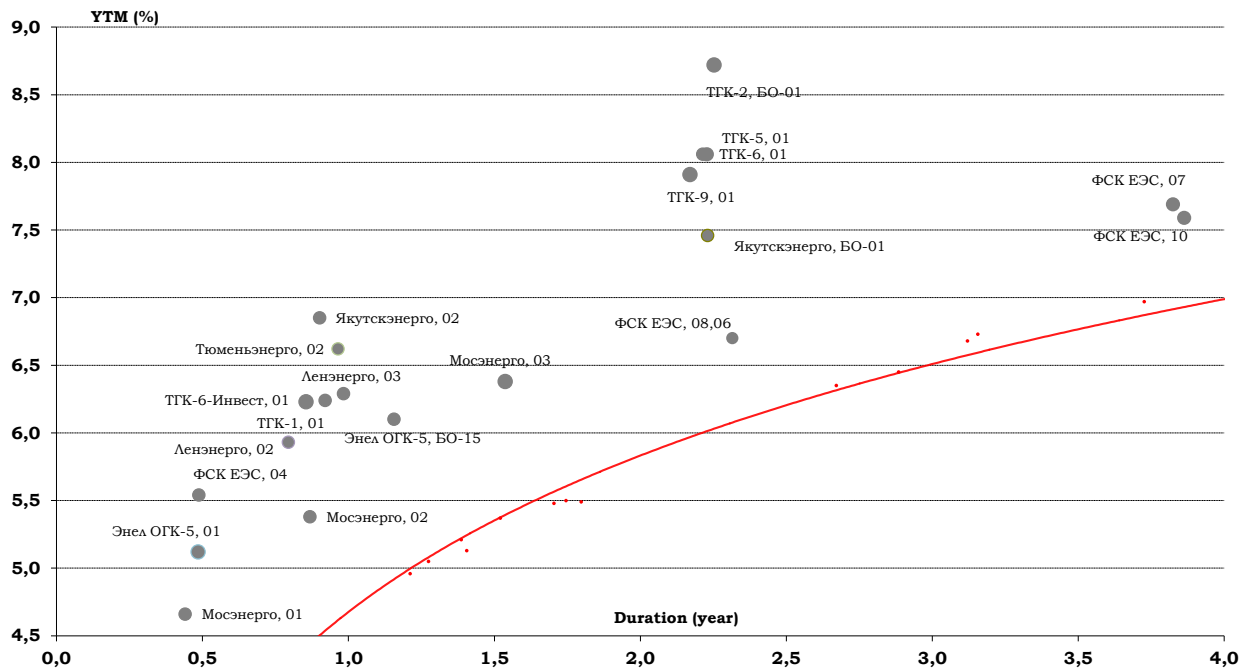
Телекоммуникационный сектор



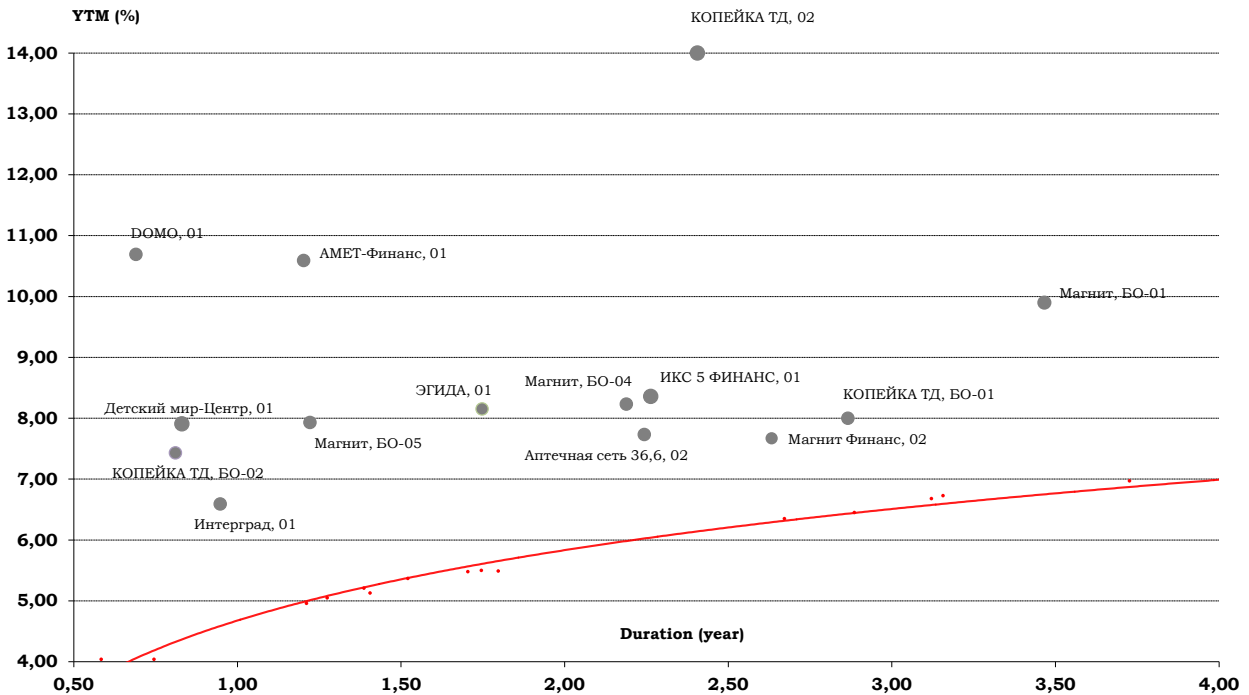
ТЭК



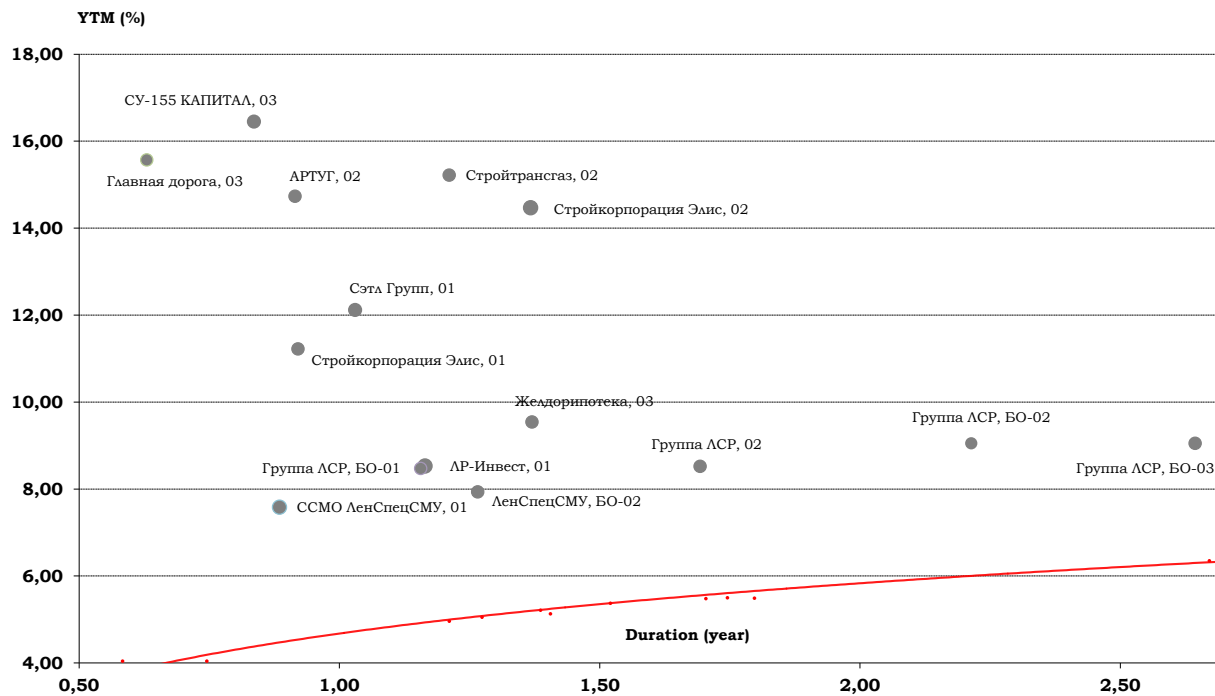
Электроэнергетика



Ретейл



Строительный сектор



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 7 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. 7 (495) 781 73 06
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 78173 01

Аналитический департамент

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

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок.

