



## Сценарные условия

Ужесточение денежно-кредитной политики, крепкий рубль и высокий уровень ликвидности – ключевые факторы, которые будут оказывать разнонаправленное влияние на рынок долга в 1 кв. 2011 г.

Тенденция к укреплению рубля, наметившаяся в декабре под воздействием растущих цен на нефть, может исчерпать себя уже к весне 2011 г., а ликвидность (по сумме средств на депозитах и корр. счетах в ЦБ) – опуститься к этому времени ниже комфортного уровня в 1 трлн руб. вследствие завершения процесса «рассасывания» бюджетных средств, поступивших в банковскую систему в конце года.

### ЦБ давит на рынок

Мы считаем высоковероятным повышение ставки рефинансирования (7.75%) на ближайших заседаниях ЦБ РФ на 25 б.п. Однако по базовым ставкам ЦБ – РЕПО (5%) и ставке размещения депозитов (2.75% овернайт и 3% неделя) – рост может быть более значительным: до 50 б.п., что способно спровоцировать переток средств в краткосрочные инструменты и рост доходностей облигаций на внутреннем рынке. Помимо этого, мы ожидаем повышения требований к рейтингам бумаг, входящих в ломбардный список, что ставит цены инструментов с рейтингом ниже В+ под больший удар.

### Ликвидность

На фоне грядущего роста ставок, инъекций бюджетных средств, а также снижения объема выплат по внешним долгам (20 млрд долл. в 1 кв. 2011 г. против 34 млрд долл. в 4 кв. 2010 г.) мы ожидаем притока денег в банковскую систему и сохранения уровня ликвидности в зимние месяцы вблизи 1 трлн руб., что станет фактором поддержки для долгового рынка.

### Валюта

Декабрьское укрепление рубля мы считаем временным явлением, связанным как с внешней конъюнктурой, так и с мерами, принимаемыми ЦБ для снижения темпов инфляции к концу года. В зимние месяцы курс рубля к корзине, вероятно, стабилизируется в диапазоне 34.50-35.00 руб. с тенденцией к ослаблению к концу квартала и последующим смещением в диапазон 35.00-35.50 руб.

### Рынок долга

Мы считаем госбумаги на внутреннем долговом рынке перекупленными по сравнению с внешним рынком, однако если политика ЦБ будет достаточно взвешенной, не видим поводов для снижения цен в январе-феврале 2011 г.

Ближе к весне, по мере ослабления интереса к рублю, доходности облигаций на внешнем рынке могут оказаться более привлекательными. Суверенные займы РФ торгуются со спрэдом выше среднего к КО США (130 б.п.) с тенденцией к сокращению до 100 б.п., более того, являются одними из самых доходных в пространстве EM и BRIC.

На внутреннем рынке мы считаем привлекательными бумаги металлургического сектора, такие как облигации Мечела и Евраз, а также Алросы и банковского сектора, среди которых выделяем бонды Глобэкса, Русфинанса, Банка Санкт-Петербург, выглядящие привлекательнее своих ближайших соседей на карте рынка.

### Внешние угрозы

Возросшие риски дефолта в сегменте муниципальных облигаций США, а также сохраняющаяся потребность в рефинансировании большого объема задолженности в Еврозоне способны привести к росту нервозности на рынке и продаже рискованных активов, в том числе российских.

Готовящееся ужесточение денежно-кредитной политики в Китае может оказать существенное негативное воздействие на товарные рынки и, как следствие, привести к падению интереса к российской валюте и долгу.

## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.

### **ЦБ сигнализирует об ужесточении денежно-кредитной политики.**

### **Велика вероятность повышения ставки рефинансирования на ближайших заседаниях ЦБ РФ**

В декабре Сергей Игнатьев впервые за последние 2 года изменил тональность своих заявлений, отметив, что инфляция (8.7% на 27 декабря 2010 г.) становится поводом для беспокойства денежного регулятора и в ближайшее время ЦБ может прибегнуть к повышению ставки рефинансирования.

На наш взгляд, в условиях отрицательных реальных ставок, оттока капитала и растущего инфляционного давления вероятность повышения ставки в 1 кв. 2011 г. остается крайне высокой.

Между тем, мы отмечаем, что на текущий момент в ценах облигаций на вторичном рынке уже во многом учтено увеличение ставки на 25 б.п. В случае более резкого единовременного повышения (на 50 б.п.) или начала целого цикла повышений дальнейшего роста доходностей как минимум на сопоставимые величины будет не избежать.

### **К распродажам на долговом рынке может привести синхронное повышение ставок по ключевым операциям ЦБ**

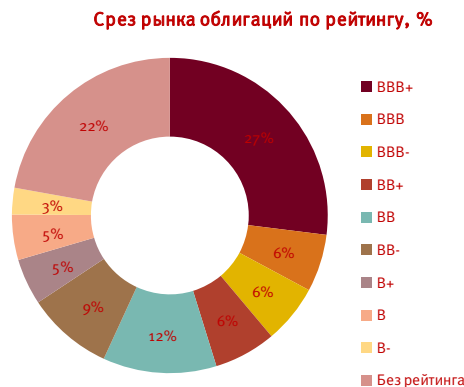
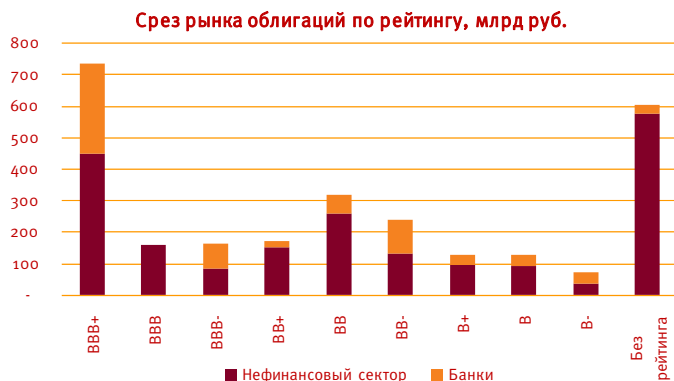
На наш взгляд, с большей вероятностью ЦБ предпримет повышение ставок по своим базовым операциям – размещению депозитов (2.75% овернайт и 3% неделя) и РЕПО (5%), - что он отчасти и продемонстрировал 24 декабря, подняв ставки по депозитам на 25 б.п. Нормативный и налоговый характер ставки рефинансирования и ее слабая связь с финансовыми рынками делают ее скорее политическим, нежели экономическим инструментом Центробанка. Ввиду начала в 2011 г. нового предвыборного сезона в РФ, ЦБ может сдержано подойти к использованию этого публичного рычага и сконцентрироваться на росте ставок по базовым операциям. Высоковероятное увеличение ставок по основным операциям ЦБ способно усилить обозначенные тенденции к росту доходностей на рынке, причем по большей части на дальнем конце кривой. Короткий конец кривой вероятно будет пользоваться спросом со стороны инвесторов, пришедших в рамках carry-trade.

### **Вероятное ужесточение критериев включения в ломбардный список может поставить под удар цены бумаг с рейтингом ниже В+**

Недавнее ужесточение требований в рамках операций беззалогового кредитования под поручительство к рейтингу банков до В+ наводит на мысль, что ЦБ может повысить требования к рейтингу облигаций при включении ценных бумаг в ломбардный список – с текущего уровня В- до В+. Присутствие облигаций того или иного эмитента в ломбардном списке является для многих банков весомым критерием при открытии кредитных лимитов. В случае принятия подобного решения, это может привести к распродаже бумаг с рейтингом ниже В+, объем которых на рынке превышает 200 млрд руб. (7% корпоративного сегмента). Доходности таких бумаг будут расти опережающими темпами, однако в целом на рынок подобное решение окажет скорее психологическое влияние.

*В случае исключения из ломбардного списка бумаг с рейтингами В- и В (объем которых на рынке оценивается в 200 млрд руб.) их доходности могут расти опережающими темпами*

## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.



Источник: Bloomberg, расчеты МДМ Банка

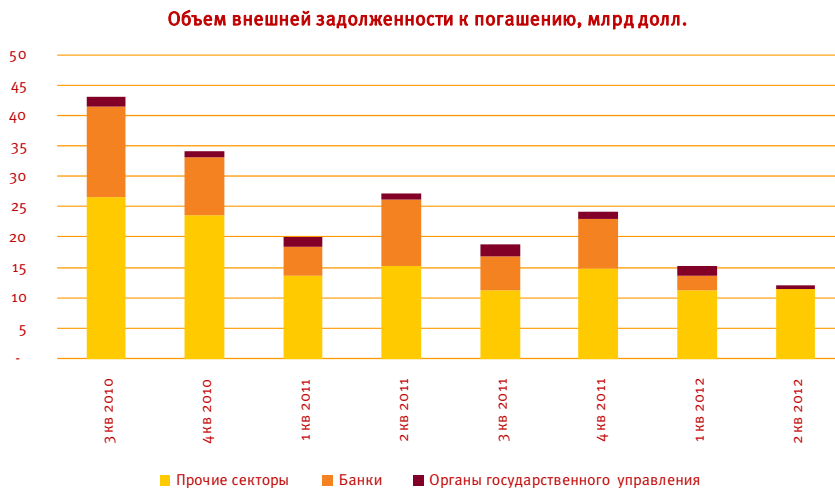
Источник: Bloomberg, расчеты МДМ Банка

### Зависимость от валютного рынка

### Тенденция к оттоку капитала может измениться уже в первые месяцы 2011 г., способствуя стабилизации курса рубля

Со второй половины 2010 г. проявилась тенденция к оттоку капитала из РФ. По заявлениям ЦБ, за период с января по ноябрь 2010 г. чистый отток составил около 29 млрд долл. При этом в ноябре он только ускорился, достигнув 9 млрд долл. Если в сентябре-октябре подобная тенденция связывалась с накоплением валютных активов нефинансовыми компаниями, то в ноябре к ним подключился и банковский сектор. Основная причина, которую приводит ЦБ РФ – накопление валютных средств для выплаты по внешним займам и приобретение иностранных активов. Действительно, во 2П2010 г. российские компании и банки выплатили в общей сложности свыше 77 млрд долл. по внешним займам.

*77 млрд долл. выплат по внешним займам стали важным фактором оттока капитала во 2П2010 г. В 1 кв. 2011 г. выплаты составят лишь 20 млрд долл.*



Источник: ЦБ РФ

Мы также во многом связываем отток капитала с отсутствием у участников рынка веры в дальнейшее укрепление рубля и с неопределенностью дальнейшего развития российской экономики и политики.

Также, учитывая низкие ставки заимствования на внутреннем рынке, для компаний вполне резонным становится рефинансирование внешней задолженности путем ее замещения внутренней, что только усиливает отток средств из страны.

Заявления о планируемом увеличении налоговой нагрузки, а также политическая обстановка в целом способствовали выводу рублевых активов на счета компаний-нерезидентов, фактически принадлежащих крупным российским предпринимателям.

## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.

*Высокие цены на нефть и начало активной фазы программы приватизации крупных госпакетов могут привлечь инвестиции в Россию*

Не стоит забывать и об отсутствии подпитки средствами извне. Все большая напряженность в отношении системных рисков, обусловленных несовершенством как политической среды, так и законодательной инфраструктуры, низким уровнем корпоративного управления и громкими судебными процессами, всерьез беспокоят западных инвесторов.

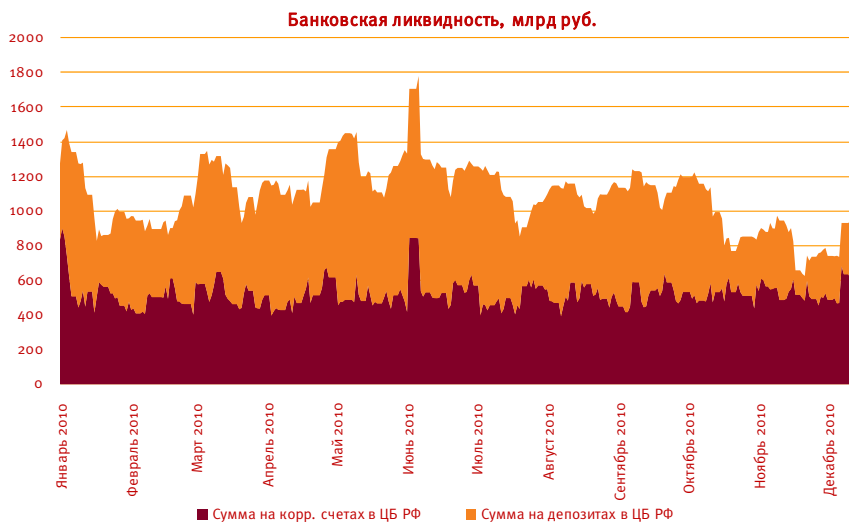
Сгладить негативную картину в 2011 г. может снижение объема корпоративных выплат по внешним долгам, приходящихся как на первый, так и на второй кварталы 2011 г. (20 и 27 млрд долл. соответственно), что на фоне сохраняющегося профицита платежного баланса окажет меньшее влияние на ситуацию на денежном рынке, нежели в конце 2010 г.

По-прежнему рекордно высокие цены на нефть (Brent в декабре торгуется выше 90 долл. за баррель), а также начало в 2011 г. активной фазы программы приватизации крупных госпакетов способны привлечь инвестиции в Россию. Однако влияние последнего фактора, вероятно, станет ощущаться не ранее второго – третьего квартала, когда Росимущество успеет подготовить приватизируемые компании к продаже.

### Ликвидность

#### **Ожидания сокращения оттока капитала и взвешенная политика ЦБ РФ поддержат ликвидность на комфортном уровне в 1 трлн руб.**

После осеннего провала уровень ликвидности в банковской системе (по сумме средств на депозитах и корр. счетах в ЦБ) в конце декабря вплотную приблизился к 1 трлн руб. На основании вероятного роста ставок и наших ожиданий по снижению оттока капитала в начале 2011 г. мы прогнозируем сохранение ликвидности в системе на комфортном уровне, вблизи отметки в 1 трлн руб.



Источник: ЦБ РФ

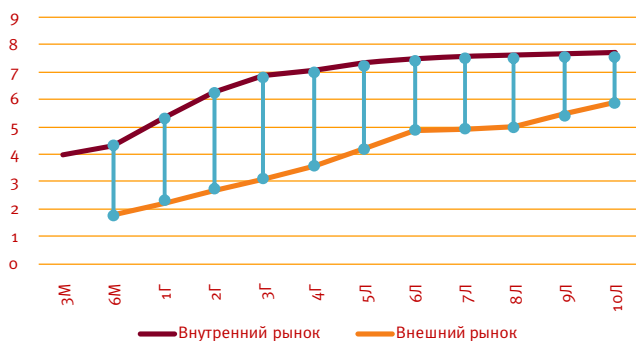
## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.

### Долговой рынок

### Рынок рублевых облигаций перекуплен...

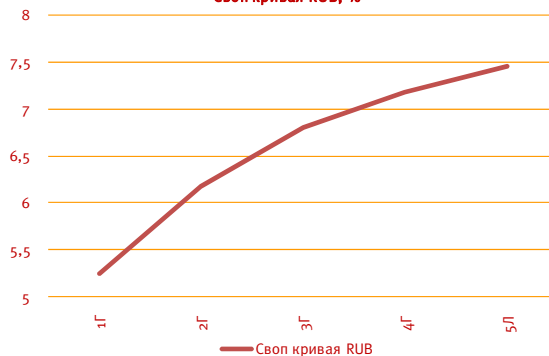
Сравнительный анализ доходностей госбумаг на внутреннем и внешнем долговых рынках РФ свидетельствует о перекупленности внутреннего рынка и слишком низком уровне доходностей. Мы связываем этот факт с лавиной краткосрочных средств, пришедших на финансовые рынки в течение года. Однако несмотря на текущую перекупленность мы не видим большого потенциала для роста доходностей. Поддержку бумагам окажут восстанавливающаяся ликвидность, а также ожидания притока средств в случае сдержанных действий ЦБ по ужесточению денежно-кредитной политики. Если ужесточение ДКП примет полномасштабный характер, ставки по базовым операциям ЦБ в течение 1П2011 г. увеличатся на 50 б.п. и будут сжаты программы предоставления ликвидности, то цены высококачественных бумаг и государственных облигаций с дюрацией более 2х лет попадут под серьезный удар. Доходность кривой вырастет опережающими темпами по сравнению с базовыми ставками.

Кривые доходностей внутреннего и внешнего рынков, %



Источник: Bloomberg, расчеты МДМ Банка

Своп кривая RUB, %

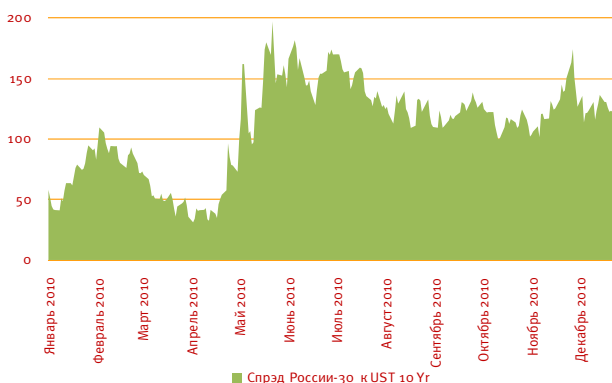


Источник: Bloomberg, расчеты МДМ Банка

### ...Зато доходности суверенных бумаг на внешнем рынке кажутся нам достаточно высокими

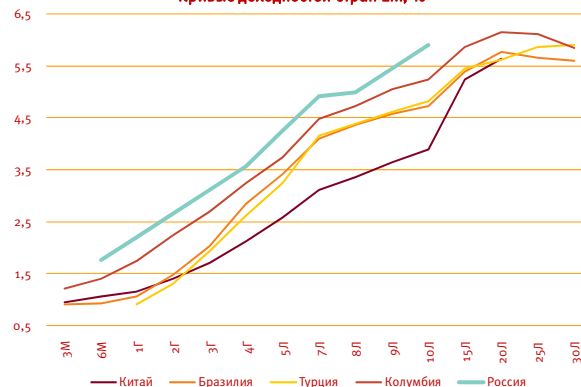
Спрэд России-30 к 10-летним UST находится на уровне выше среднего (130 б.п.) с тенденцией к сокращению (до 100 б.п. в перспективе 1 кв. 2011 г.). Учитывая продолжающиеся проблемы в Еврозоне, а также наши ожидания относительно их эскалации, российские суверенные бумаги выглядят привлекательно благодаря достаточно стабильным макропоказателям РФ. Более того, в пространстве стран EM и BRIC российские евробонды одни из наиболее доходных. При умеренно стабильном или ослабляющемся рубле доходности облигаций на внешнем рынке кажутся нам более привлекательными.

Динамика спреда России-30 к UST 10 Yr, б.п.



Источник: Bloomberg

Кривые доходностей стран EM, %



Источник: Bloomberg

## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.

### **В корпоративном сегменте мы отмечаем бумаги эмитентов с уровнем долга выше среднего**

---

Среди них мы выделяем Мечел и Евраз, а также АК Алроса. Высокий уровень долга не ставит под сомнение платежеспособность этих эмитентов, а ожидаемое нами снижение сравнительных показателей долговой нагрузки продолжится как за счет роста доходной части на фоне благоприятной рыночной конъюнктуры, так и за счет выплат по долгу. Подобные тенденции, на наш взгляд, должны привести к повышению рейтингов эмитентов и переоценке их кредитного риска.

---

В банковском секторе, по нашим оценкам, потенциал снижения доходностей по отдельным облигациям достигает 50 б.п. Мы считаем, что явно недооценены облигации Глобэкса, обладающего фактически квазисуверенным кредитным качеством, и Русфинанса, который должен быть в итоге поглощен Росбанком, принадлежащим группе SocGen. Мы также обращаем внимание на бумаги динамично развивающегося КБ Восточный, а также СКБ-Банка и Банка Санкт-Петербург, выглядящих привлекательнее своих ближайших соседей на карте рынка. В целом, облигации банков на дюрации от двух лет предлагают некоторую премию к остальным корпоративным эмитентам со сравнимыми рейтингами, но мы не считаем, что для этого есть какие-либо веские причины.

---

## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.

### Внешние угрозы

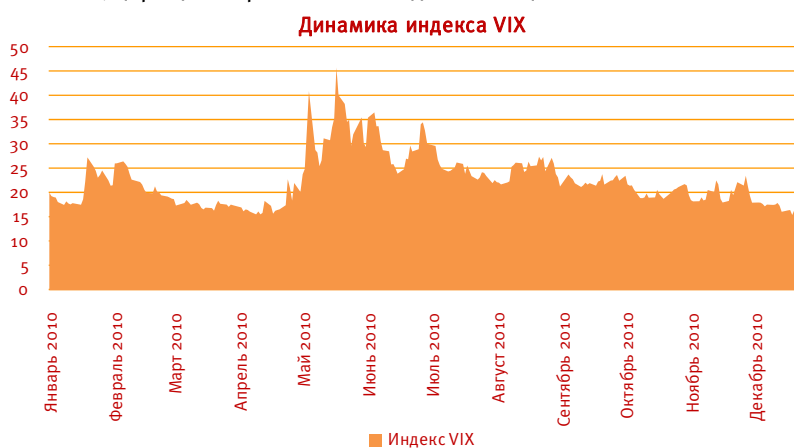
#### Мы отмечаем возросшие риски дефолта муниципальных облигаций США

Общий объем рынка муниципальных облигаций США оценивается в 2.8 трлн долл. При этом в прогрессии увеличивается объем дефолтов муниципальных бюджетов – и пусть с июля текущего года их сумма превысила всего 10 млрд долл., интрига еще впереди.

Сделка Обамы с республиканцами по продлению программ налоговых стимулов не предполагает продления программы Build America Bonds (BAB), позволявшей муниципальным и региональным властям занимать деньги по рыночным ставкам, выплаты по которым в среднем на 35% финансировались федеральным бюджетом. Срок ее истечения – 1 января 2011 г., а объем выпущенных BAB составляет около 26% всего рынка муниципальных облигаций. Резкое увеличение стоимости заимствований на фоне и без того растущих дефицитов местных бюджетов делает рефинансирование почти запретительным для крупнейших штатов (первые кандидаты «на вылет» - Калифорния, Флорида, Нью-Йорк и Иллинойс) и муниципалитетов.

При этом продолжение налоговых каникул, образно говоря, бьет по второй щеке региональных бюджетов, снижая их доходную часть. Учитывая взаимную поруку федеральных и местных властей по подобным долговым инструментам, можно предположить, что в случае необходимости федеральное правительство будет спасать региональные власти от дефолтов. Тем самым объемы стимулирующих программ или другие функции печатного станка продолжают увеличиваться и в следующем году. В случае эскалации этой проблемы наибольшие опасения вызывают психологические факторы, такие как динамика индекса VIX и бегство из активов Emerging Markets (в том числе российских) в качество.

На текущий момент VIX находится на исторически низком уровне, что традиционно является сигналом к появлению новостей, способных поколебать спокойствие, царящее на рынках в последний месяц.



#### Еврозона – главный ньюсмейкер мая в зимнем сиккле

На наш взгляд, в 1 кв. 2011 г. рынок долга стран Еврозоны продолжит лихорадить. Виною тому сочетание существенного объема долга к погашению и максимальных значений доходности у так называемых периферийных стран региона.

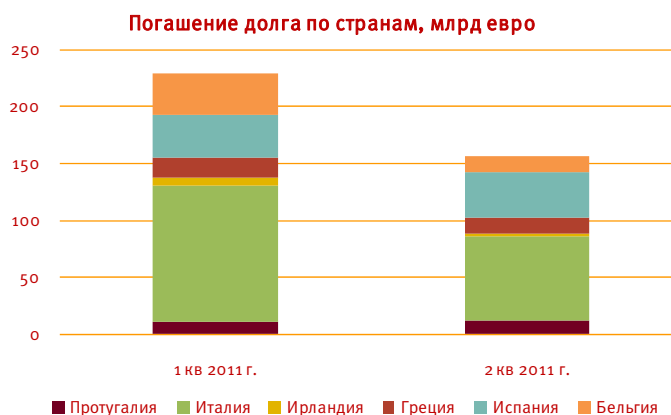
Совокупный объем долга к выплате в 1 кв. 2011 г. по группе PIIGS и Бельгии превышает 229 млрд евро, а во 2 кв. 2011 г. – 156 млрд евро. Наибольший вклад, безусловно, вносят Испания и Италия, и доходности именно их долговых обязательств находится вблизи максимальных отметок

## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.

(10-летние бонды Испании – 5.36%, Италии – 4.83%). Мы ожидаем, что спекулятивные атаки на суверенные займы в 1 кв. 2011 г. продолжатся, что может приводить к колебаниям на мировых финансовых площадках и периодическим продажам рискованных активов. Однако в краткосрочной перспективе мы склонны оценивать влияние подобных факторов на российский рынок как ограниченное. Временное успокоение инвесторам может принести увеличение фонда помощи терпящим бедствие государствам европейского региона – European Financial Stability Facility (EFSF), текущий объем которого достигает 750 млрд евро (хотя по сути за счет своей структуры данный фонд может предоставить финансирование не более чем на 440 млрд евро). Из этих средств 110 млрд евро было уготовано Греции и еще порядка 46 млрд – Ирландии.

*Двукратное увеличение объема фонда EFSF и достижение согласованности относительно действия «спасительных» механизмов в 2013 г. способны успокоить долговые рынки Еврозоны*

Дополнительным фактором снижения опасений относительно кризиса евро может стать достижение согласованной позиции относительно 2013 г., когда действующие механизмы прекратят свое существование.



Часто обсуждаемая тема возможного распада Еврозоны на текущий момент нам кажется неактуальной, так как этот вопрос лежит преимущественно в политической плоскости.

*Мы считаем несбыточным распад Еврозоны*

Ведущие политики региона не раз заявляли о своем намерении поддерживать целостность союза, что называется, до последнего. Напомним, что вопрос на эту тему особенно задел Жана-Клода Трише во время выступления перед депутатами Европарламента 30 ноября, в преддверии последнего заседания ЕЦБ. Тогда г-н Трише четко дал понять, что инвесторы недооценивают намерения регуляторов по поддержанию стабильности и целостности Еврозоны.

### **Китай – курс на ужесточение монетарной политики**

Главная надежда всех экономистов в острую фазу кризиса и, по сути, ключевой покупатель на рынке сырья последнее время пожинает плоды своего труда. В то время как весь мир старается всеми возможными средствами стимулировать рост своей экономики, Китай, наоборот, переходит в фазу сдерживания темпов роста ввиду набирающей обороты инфляции. Данные за ноябрь указывают на ее ускорение до 5.1% при пересчете год к году, что является максимальным показателем с начала кризиса.

Предпринятые в ноябре антиинфляционные действия Народного Банка Китая (НБК) привели к росту коэффициента обязательного резервирования сразу на 1% - с 17% до 18%. С 20 декабря вступило в силу постановление об увеличении нормы резервирования еще на 50 б.п. Последний раз подобные меры принимались регулятором в начале 2010 г., однако были более растянуты по времени.

## ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 1 кв. 2011 г.

Также правительство еще в ноябре рекомендовало банкам приостановить выдачу кредитов до конца текущего года ввиду приближения к максимальным установленным лимитам на 2010 г., при этом спрос на деньги остается повышенным. Так, индикативная ставка семидневного РЕПО выросла до рекордных с октября 2007 г. 6.27%. Рост ставки происходит на фоне ожидающегося повышения спроса на наличные средства в период праздников, а также для приведения в норму коэффициента покрытия депозитами кредитов. Мы считаем, что повышение индикативной ставки РЕПО отражает ожидания роста базовых ставок в КНР уже в ближайшей перспективе.

Уже с середины ноября в уважаемых китайских СМИ, нередко «предсказывающих» действия НБК, муссировались слухи о грядущем повышении ключевых ставок. 25 декабря НБК наконец повысил свои ключевые ставки – по кредитам на 12 месяцев с 5.56% до 5.81%, по депозитам – с 2.5% до 2.75%.

Начало продолжительного цикла роста ставок в Китае может оказать негативное воздействие прежде всего на сырьевые рынки, и стоимость нефти скорее всего скорректируется.

Это, в свою очередь, может помешать привлечению новых средств в Россию и укреплению рубля, однако однозначно оценить потенциальное влияние на цены на долговом рынке это не позволяет.

Мы считаем, что тема сдерживания экономического роста в Китае и в целом в азиатском регионе станет одним из весомых факторов влияния на цены активов на мировых финансовых площадках как минимум в течение всего 2011 г., а активно начнет обсуждаться уже в первом квартале.

*Народный Банк Китая  
повысил ставки. Затяжной  
рост ставок в Китае в  
состоянии оказать негативное  
влияние на рубль и  
российский долговой рынок*



## БЛОК «КАЗНАЧЕЙСТВО»

### Вадим Кораблин

Управляющий директор, Руководитель блока  
Vadim@mdmbank.com

## ДЕПАРТАМЕНТ ЦЕННЫХ БУМАГ

### Илья Виниченко

Начальник департамента  
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com  
доб. 2430

## ПРОДАЖИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

### Наталья Ермолицкая

+7 495 960 22 56

### Анна Казначеева

+7 495 787 94 52

### Людмила Рудых

+7 495 363 55 83

## ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ОПЕРАЦИИ РЕПО

### Андрей Ларин

Andrey.Larin@mdmbank.com

### Георгий Великодный

Georgiy.Velikodniy@mdmbank.com

### Александр Зубков

Alexander.Zubkov@mdmbank.com

### Денис Анохин

Denis.Anokhin@mdmbank.com

## БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

### Анна Ильина

Anna.Ilina@mdmbank.com

### Игорь Бердин

Igor.Berdin@mdmbank.com

## ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ

### Альберт Хусаинов

Albert.Khusainov@mdmbank.com  
доб. 2536

### Максим Ромодин

Maxim.Romodina@mdmbank.com  
доб. 2408

### Артур Семенов

Artur.Semenov@mdmbank.com  
доб. 2599

### Анастасия Ворожейкина

Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com  
доб. 2533

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ доб. 2410

### Михаил Зак

Начальник аналитического  
управления  
Mikhail.Zak@mdmbank.com

### Николай Гудков

Рынок акций  
Gudkov@mdmbank.com

### Дмитрий Контршиков

Рынок акций  
Kontorshikov@mdmbank.com

### Андрей Кулаков, CFA

Долговой рынок  
Kulakov@mdmbank.com

### Владимир Назин

Долговой рынок  
Nazin@mdmbank.com

## РЕДАКТОРСКАЯ ГРУППА

### Михаил Ременников

Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

### Эндрю Маллиндер

Andrew.Mullinder@mdmbank.com

### Владимир Попов

PopovV@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.