



**Стратегия до конца 2011 года**

**Жизнь в займы: США, Европа ...**

**Июль 2011**

## Оглавление

К чему мы пришли.....	3
Мировые рынки.....	4
Еврозона. «Момент истины» близок?.....	4
Экономика США. Ожидаем QE-3?.....	7
Динамика US Treasuries: покупаем «качественный» долг? .....	9
Commodities.....	10
Россия на перепутье: борьба с инфляцией или прирост ВВП.....	11
Инфляция .....	11
Национальная валюта и денежный рынок .....	12
ВВП и платежный баланс.....	13
Долговая политика .....	15
Российский рынок корпоративных облигаций.....	16
Консенсус прогноз.....	18

## К чему мы пришли...

Когда мы начинали писать нашу стратегию на 2011 год в феврале 2011 года ситуация на рынках была отличной от сегодняшней. Долговые проблемы Еврозоны не были выражены так явно, и ситуации неминуемого дефолта отдельных ее членов даже не было видно в перспективе. Американская программа QE2 была в самом разгаре, как следствие фондовые рынки переживали очередной подъем. Цены на биржевые товары показывали уверенный рост и снижение их стоимости не было столь очевидным. Банк России еще не начал свою ожидаемую политику «дорогих денег» и ставки на межбанке пребывали на рекордных докризисных уровнях.

Сейчас ситуация уже совсем не та. Долговые проблемы Европы внушают ужас многим участникам рынка, и в особенности ситуация с греческими долгами. Долг Греции признан на уровне дефолтного. В Европе все сильнее звучат инициативы по исключению из зоны евро проблемных стран. Рейтинговые агентства грозят Италии снижением рейтинга. Под угрозой даже сами США. Им уже снизили прогноз со стабильного на негативный (S&P) и впервые в истории могут снизить кредитный рейтинг (Moody's) в случае не разрешения ситуации с предельным уровнем долга. Нестабильность на Ближнем Востоке вызвала краткосрочную панику на рыках нефти, однако со временем ситуация стабилизировалась, до такой степени, что ОПЕК на последнем заседании опять отказалась увеличить квоту по добычи «черного золота». Цены на ресурсы росли разнонаправленно. Нефть под влиянием спекулятивного капитала и нестабильности на ближнем востоке разогналась на уровни более \$127 за баррель, однако потом откатилась на уровни февраля, цены на золото и другие защитные активы показали двукратный рост, на металлы более скромно.

В России, как и в начале года, сохраняется высокий уровень инфляционных ожиданий и рисков для устойчивости экономического роста. Инфляция в России растет более высокими темпами, чем бы хотелось нашему руководству, хотя конечно ее темпы не такие существенные, как были в начале года. ВВП также растет более скромными темпами, и мы не уверены, что его рост составит более 4,5% как прогнозирует МЭР (за январь-май текущего года ВВП показал рост в 3,8%). Хотя опять же все зависит от цен на нефть (нефтяные доходы в ВВП страны составляют более 60%), к сожалению, промышленное производство в нашей стране оставляет желать лучшего. Так объем промпроизводства в мае вырос по отношению к марту, но темп его годового прироста вновь снизился и составил 5,2%.

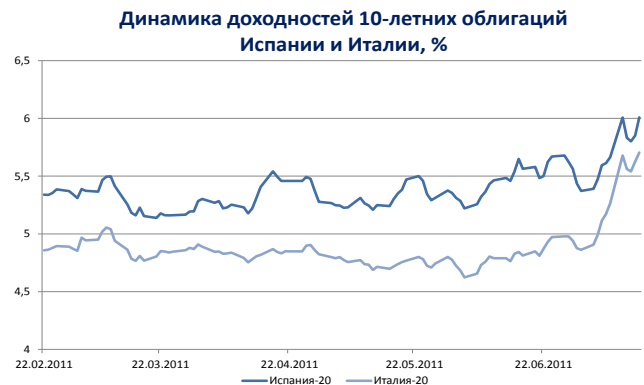
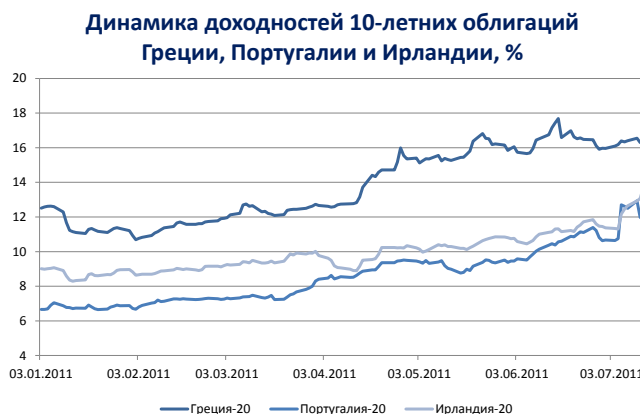
## Мировые рынки

### Еврозона. «Момент истины» близок?

В первом полугодии 2011 года основным местом, к которому было приковано внимание большинства участников рынка, была Европа. В начале этого года мы отмечали, что долговой кризис в Еврозоне будет главным дестабилизирующим фактором для рынков. При этом, было очевидно, что кризисные процессы в Европе окажутся «долгоиграющими» и малопредсказуемыми. События, происходившие в Еврозоне на протяжении последних шести месяцев, превзошли ожидания. Греция оказалась в одном шаге от дефолта, что привело бы к ее вероятному выходу из зоны евро и тяжелейшим последствиям для финансовых рынков.

Частично этому способствовали рейтинговые агентства, которые на протяжении последних месяцев постоянно понижали кредитные рейтинги «периферийных» стран. Это вызывало панические настроения среди инвесторов, рост доходностей по облигациям стран PIIGS и фактическое закрытие публичных рынков для них. Хотя рейтинговые действия агентств скорее можно рассматривать как приведение суверенных рейтингов к экономическим реалиям в этих странах.

С начала года рейтинг Греции был понижен на 7 ступеней. В частности, агентство Standard & Poor's понизило греческий рейтинг с BB+ на начало года до самого низкого стенового рейтинга в мире – CCC с негативным прогнозом. На 3 ступени тем же S&P был понижен рейтинг Португалии: с A- на начало года до BBB- уже к концу марта. Это взвинтило доходности по 10-летним облигациям почти до 9,0%, и под давлением ЕС Португалия согласилась принять помощь Евросоюза в размере 78 млрд. евро. Уже в начале июля агентство Moody's понизило кредитный рейтинг Португалии до мусорного уровня: с Baa1 до Ba2.



На три ступени с A до BBB был также понижен рейтинг Ирландии. А в июле Moody's снизило рейтинг Ирландии до мусорного уровня в Ba2. В марте агентство Moody's понизило рейтинг Испании на одну ступень до Aa2, а в июне поставило рейтинг Италии на пересмотр с негативным прогнозом. Причинами понижения рейтингов являлись как медленное восстановление экономик, сохраняющийся высокий уровень долга и бюджетного дефицита, так и негативное влияние долгового кризиса на возможность рефинансирования долгов на рынке. Неопределенной остается ситуация и в отношении участия частных кредиторов в очередном пакете помощи Греции или вероятной реструктуризации ее долгов. Подобные меры будут рассматриваться рейтинговыми агентствами как дефолт. Понижение рейтингов Ирландии и Португалии не только вывело доходности их облигаций на новый уровень, но и

заставило вспомнить инвесторов о проблемах самой большой экономики среди стран PIIGS. Доходность 10-летних облигаций взлетела почти на 1,0% до 5,7% годовых. До середины июля доходность итальянских облигаций была самой низкой и стабильной. Столь значительный рост означает вовлечение третьей экономики Еврозоны в орбиту долговых проблем. Очевидно, что в случае дальнейшего роста доходности вопрос о спасении Италии поставит в тупик европейскую финансовую систему.

Невозможность Италии рефинансировать свои обязательства за счет публичного рынка поставит вопрос о дальнейшем существовании зоны евро.

В июне вероятность дефолта по обязательствам Греции резко возросла. Греческая казна оказалась фактически пуста, и правительство Греции заявило о неспособности самостоятельно погасить долг в июле объемом 7 млрд. евро. Перед ЕС и МВФ встал вопрос о предоставлении очередного транша в рамках первого пакета помощи на 110 млрд. евро, зарезервированного для Греции в апреле прошлого года. Стало также очевидно, что, не смотря на предпринимаемые усилия по снижению бюджетного дефицита в Греции, страна будет неспособна отвечать самостоятельно по своим обязательствам еще несколько лет. Публичные рынки для Греции уже давно закрыты, а экономика балканской страны продолжает оставаться в рецессии. Спасти Грецию теперь может только новый пакет помощи, который оценивается в 120-130 млрд. евро. Для получения этих денег греческое правительство продолжит проводить экономические реформы, направленные на снижение бюджетного дефицита: налоги будут увеличиваться, государственные расходы сокращаться. Вероятно, это оздоровит государственные финансы, но усугубит рецессию: безработица продолжит расти, реальные доходы населения падать. Продолжат сокращаться сбережения, потребительские и инвестиционные расходы, что неизменно приведет к затяжному и сильному падению ВВП, что в конечном итоге, может привести и к уменьшению налоговых поступлений. Таким образом, очевидно, что, даже продолжая выплачивать публичный долг из средств, предоставленных ЕС и МВФ, Греция не сможет вернуться на публичные долговые рынки после 2012-2013 года, как это планировалось ранее.

Во многом похожая экономическая картина наблюдается и в других странах PIIGS, хотя рецессия в Греции наиболее острая.

ВВП Греции пока демонстрирует наибольшее падение, а безработица, которая достигла уровня в 16,2% в конце марта 2011 года, продолжает расти. Сокращение экономики наблюдается и в Португалии и Ирландии. Во всех трех странах продолжает сохраняться хронический дефицит счета текущих операций, связанный с отрицательным чистым экспортом. Наиболее стабильно пока ситуация выглядит в Бельгии. Даже не смотря на значительный уровень долга к ВВП (102,0% на начало года), в Бельгии относительно низкий уровень бюджетного дефицита, темп роста экономики выше среднеевропейского уровня, как и уровень безработицы.

### **Показатели финансовой устойчивости некоторых стран ЕС на начало 2011 года**

	Долг к ВВП, %	Дефицит бюджета к ВВП, %
Греция	144	-10,5
Португалия	83,2	-9,1
Ирландия	98,5	-32,4
Испания	63,4	-9,2
Италия	118,1	-4,6
Бельгия	102,5	-4,1

*Источник: Bloomberg*



### Макроэкономические показатели некоторых стран ЕС по итогам 1 кв. 2011 года

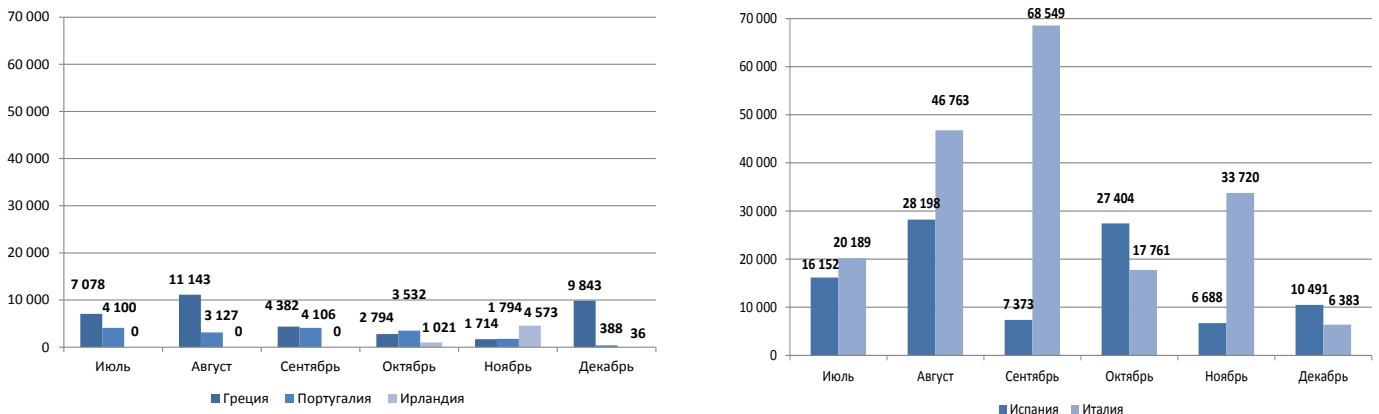
	ВВП,%, г/г	Безработица,%	Инфляция	Счет текущих операций в % от ВВП
Греция	-5,5	16,2	4,5	-9,5
Португалия	-0,6	12,6	4,0	-9,9
Ирландия	-0,7	14,7	3,0	-0,7
Испания	0,8	20,7	3,6	-
Италия	1,0	8,1	2,5	-
Бельгия	3,2	7,7	3,5	-

*Источник: Bloomberg*

Слабое экономическое состояние стран PIIGS, которое будет ухудшаться в связи с проведением мер по бюджетной консолидации, заставляет участников рынка опасаться, что в случае дефолта Греции похожий сценарий ждет Португалию, а, вероятно, Испанию и Италию.

В ближайшие 2 года большинство инвесторов, опрошенных агентством Bloomberg, ожидают дефолт Греции с вероятностью 85%. Мы полагаем, что в июле месяце Греция получит транш на 12 млрд. евро. Также, с высокой вероятностью ЕС и МВФ выделят Греции второй пакет помощи объемом до 130 млрд. евро. Это позволит снизить напряженность на рынке. После получения денег у Греции не должно возникнуть проблем с выплатой долга до конца 2011 года. В то же время, это не решит проблемы европейского долгового кризиса. Во-первых, внимание рынков может переместиться на другие страны, как это уже не раз бывало. Во-вторых, у Греции не будет достаточно средств для самостоятельной выплаты долгов несколько лет. Наиболее вероятный сценарий таков, что во втором полугодии не случится дефолта или реструктуризации, и долговой кризис перекочет в 2012 год.

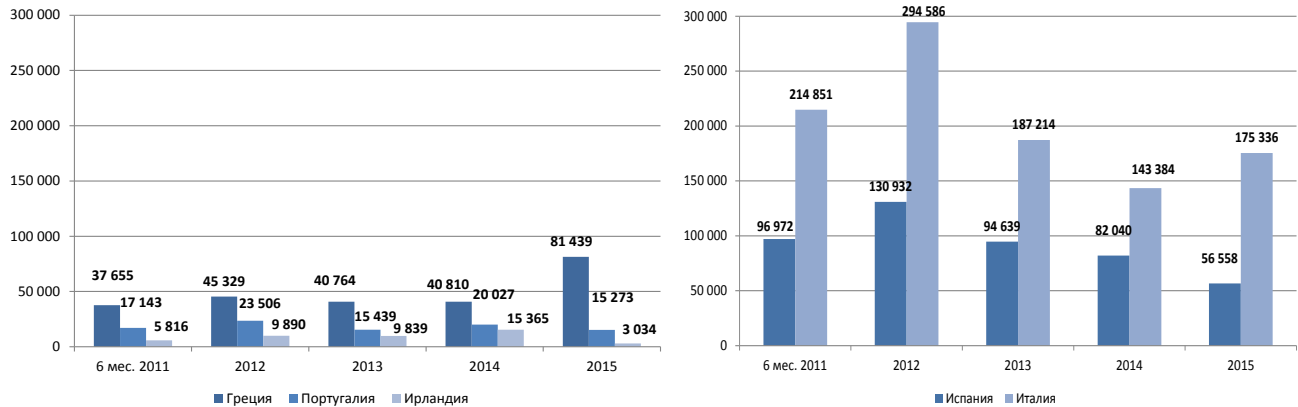
**График погашения публичного долга стран PIIGS в 2011 году ежемесячно, млрд. евро (график в сопоставимых величинах)**



В конечном итоге, основным донорам Стабилизационного фонда ЕС - Германии и Франции придется взвешивать потери от дефолта одной или нескольких стран ЕС, которые трудно объективно оценить, и дальнейшую помощь. Дефолт наиболее вероятно произойдет тогда, когда власти Германии или Франции сделают вывод, что дальнейшее спасение «проблемных стран» обойдется им дороже, чем дефолт одной из них. Пока ситуация складывается так, что и Франция, и Германия согласились продолжать предоставлять финансирование Греции, что увеличивает шансы на отсутствие дефолта во втором полугодии 2011 года.



**График погашения публичного долга стран PIIGS с 2012 по 2015 году, млрд. евро  
(график в сопоставимых величинах)**



Мы полагаем, что с вероятностью 70% в Греции не реализуется кредитное событие, предполагающее дефолт или реструктуризацию. Это наш базовый сценарий, из которого мы исходим при прогнозе состояния мировой экономики и финансовых рынков в нашей стратегии.

С вероятностью 30% реализуется негативный сценарий. Мы понимаем, что социальное недовольство в европейских странах, в том числе в Греции, может заставить политиков пойти на уступки населению и отказаться от программ бюджетной консолидации. Социальная нестабильность в странах PIIGS станет основным фактором риска, увеличивающим вероятность дефолта.

Продолжают напоминать рынкам о существующей проблеме и рейтинговые агентства, которые могут пересмотреть рейтинги Португалии, Ирландии, Испании и Италии в сторону понижения.

## Экономика США. Ожидаем QE-3?

В начале 2011 года создалось впечатление, что экономика США ускорила темпы восстановления, а проводимая программа QE2 дала свои плоды. Помимо растущей инфляции, позитивная динамика возникла на рынке труда. Первичные заявки на пособие по безработице, публикуемые еженедельно, опустились ниже 400 тыс. человек, а уровень безработицы стал снижаться, достигнув 8,8%. Прирост занятых в несельскохозяйственном секторе в феврале также оказался максимальным за год, составив 238 тыс. человек. Однако уже в апреле стали приходить разочаровывающе данные, как по рынку труда, так и по другим секторам экономики. Первичные заявки вновь перевалили за 400 тыс. человек за неделю, а в конце апреля и вовсе достигли максимального значения за год – 478 тыс. человек. Начал расти уровень безработицы, достигнув в конце июня своего пика за последние полгода. Разочаровали и данные по ВВП, который в первом квартале 2011 года увеличился в США на 1,9%, вместо первоначальных ожиданий роста на 2,0%.



Снижались и темпы роста розничных продаж, а по итогам мая они снизились в абсолютном выражении на 0,1%, что полностью укладывается в ситуацию с занятостью в США. Рынок жилья в США остается депрессивным уже почти 3 года, в этом сегменте улучшений как не было, так и нет. Продажи на первичном рынке жилья остаются на 10-летних минимумах в районе 310 тыс. домов. Продажи на вторичном рынке остаются вблизи 5 млн. домов в месяц, что соответствует среднему значению последних двух лет.

В то же время, инфляция постепенно росла. Базовая инфляция в годовом выражении увеличилась до 1,5% к концу июня, что все-таки ниже «здоровой» инфляции в 2%, к которой стремится ФРС. Общий уровень цен увеличился в годовом выражении с 1,5% до 3,6% к концу полугодия.

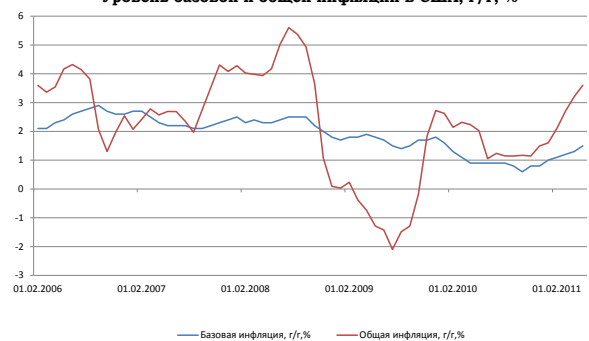
Подобные тенденции в экономике США заставили ФРС пересмотреть свои прогнозы на 2011 год. Прогноз по ВВП на 2011 год сначала был понижен до 3,1-3,3%, а в июне снижен до 2,7-2,9%. Уровень безработицы скорректирован в сторону повышения, диапазон – 8,6-8,9% на конец года. В то же время прогноз по инфляции был повышен дважды: прогнозный диапазон базовой инфляции увеличен до 1,5-1,8%, а общей инфляции – 2,3-2,5%. Впрочем, на заседании FOMC было заявлено об окончании QE2, а о новых программах стимулирования объявлено не было. Сейчас уже ясно, ФРС до конца года будет удерживать процентную ставку в прежнем диапазоне 0-0,25%. Продолжит ФРС и реинвестировать купоны, поступающие от обязательств, находящихся у него на балансе. Однако, по подсчетам Bloomberg реинвестируемые суммы не будут превышать \$9-9,5 млрд., тогда как при QE2 ежемесячно ФРС «закачивало» в финансовую систему около 85 млрд. долларов.

Таким образом, стимулирующий эффект от QE2 оказался значительно меньше, чем ожидали в ФРС. Впрочем, и инфляционное давление в самом США осталось умеренным, в то время как другие страны испытали на себе разгон мировой инфляции в значительно большей степени из-за роста цен на commodities и продовольствие.

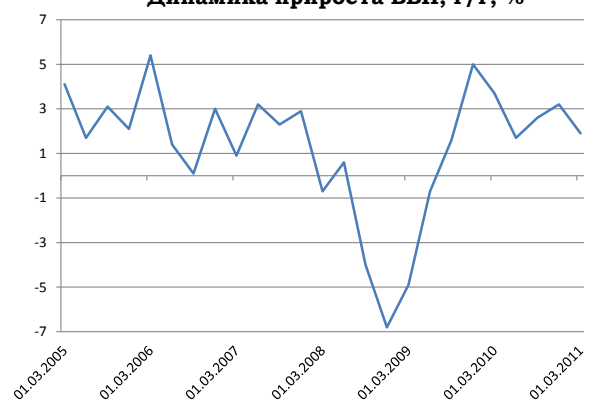
Уже в середине июня Б. Бернанке, выступая перед Конгрессом, намекнул о возможности QE3, в случае если инфляция замедлится, а экономика США продолжит расти низкими темпами. Мы также не исключаем вероятность принятия новых стимулирующих программ количественного смягчения. В тоже время, ситуация в США все больше начинает напоминать «японский сценарий», при котором центральный банк длительное время сохраняет мягкую монетарную политику, а у банков продолжают отсутствовать стимулы кредитовать экономику ввиду низкого спроса на кредиты со стороны организаций и населения. Схожесть с Японией вырисовывается и в отношении рынка жилья, который с начала 90-х годов оставался «на дне». С учетом текущей ситуации в экономике США, подобный сценарий кажется все более вероятным.

В отношении прогнозов по основным макроэкономическим индикаторам, то мы снижаем наш прогноз по росту ВВП США в 2011 года с 3,0% до 2,6%. Уровень базовой

Уровень базовой и общей инфляции в США, г/г, %



Динамика прироста ВВП, г/г, %



инфляции мы ожидаем в диапазоне 1,7-2,0%. Уровень безработицы до конца года – в диапазоне 8,7-8,9%.

## Динамика US Treasures: покупаем «качественный» долг?

В 1 кв. 2011 года доходность 10-летних американских казначейских обязательств держалась в диапазоне 3,3-3,7% годовых. Однако после обострения ситуации с долговым кризисом в Европе стала неуклонно падать, достигнув в конце июня минимумов в 2,86%. Начиная с апреля месяца, роль treasuries как защитного актива возросла. Не произошло ожидаемого роста доходности treasuries даже после объявления Б. Бернанке о завершении программы QE2 и отсутствии новой программы

монетарного стимулирования. Помимо значительно выросших рисков в связи с долговыми проблемами в зоне евро, причиной спроса на treasuries явились и слабые макроэкономические данные США. Под конец QE2 американская экономика продемонстрировала замедление темпов посткризисного восстановления, а в отсутствие предполагаемого QE3, инвесторы начали «уходить от рисков в качество».

Пока treasuries показывают устойчивость и в условиях неопределенности относительно потолка гос. долга США. С момента переговоров представителей демократической и республиканской партии США прошло уже несколько недель, а решение так и не принято. У США остается все меньше времени для того, чтобы избежать дефолта. Логично было бы видеть в этих условиях котировки UST существенно ниже текущих значений. Противоположную картину, наблюдаемую сейчас, мы объясняем двумя причинами, которые, впрочем, неединственные:

- ✓ во-первых, почти никто из участников рынка не верит в предстоящий дефолт США;

- ✓ во-вторых, в условиях нестабильности и неопределенности американские облигации, доллар и commodities являются традиционными видами защитных активов. Интересен тот факт, что когда в марте агентство S&P понизило прогноз по рейтингу США на негативный, это вызвало агрессивные покупки treasuries и доллара. Однако, по логике должна произойти обратная ситуация. Это говорит о том, что пока на рынке нет возможной альтернативы treasuries и доллару, на облигационном и валютном рынке соответственно, и обострение долговых проблем даже в США приводит к их покупке. Вероятно, подобная ситуация сохранится еще ни один год.

Относительно нашей предыдущей стратегии, написанной в начале года, мы меняем наш прогноз по доходности treasuries до конца года в сторону понижения, сохраняя два сценария:

- ✓ **базовый** – доходность treasuries вырастет от текущих уровней и будет держаться в диапазоне 3,2-3,6% годовых. Условиями для реализации этого сценария являются отсутствие дефолта одной из стран Еврозоны, сохранение темпов экономического роста в США на текущем уровне и отсутствие новых программ стимулирования от ФРС.

- ✓ **негативный** – в случае обострения кризиса в ЕС, полномасштабном вовлечении в него Италии или Испании, дефолте одной из стран Еврозоны, ухудшении экономической ситуации в США и отсутствии возможного «QE3», доходность treasuries может торговаться в диапазоне 2,5-3,0%.



## Commodities

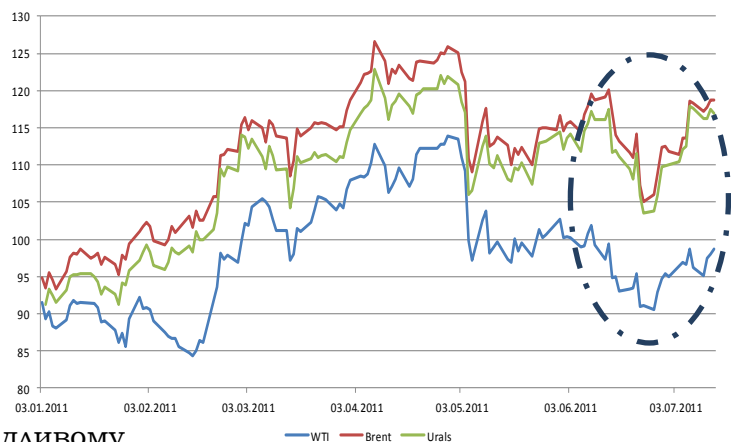
Возрастающее в развитых странах инфляционное давление и постепенное ужесточение монетарной политики со временем приблизят нас к удорожанию денежных ресурсов, что обязательно отразится на стоимости материальных активов, товарных фьючерсах и большинства финансовых инструментов. Однако процесс удорожания денег, на наш взгляд, будет проходить все-таки постепенно. При этом, кроме избыточной ликвидности на рынки оказывают влияние и проблемы на Ближнем Востоке, в особенности в Ливии. Так, цены на нефть с начала этого года выросли на 25%, при этом, во время пиков напряженности на Ближнем Востоке, цены доходили до рекордных \$122 за баррель (Brent). По этой причине мы ожидаем, что во второй половине текущего года стоимость товарных фьючерсов будет иметь боковую динамику при высокой волатильности. Основным драйвером для роста цен, помимо указанных выше, является рост мирового потребления, особенно со стороны развивающихся экономик. Так, по оценкам Международного энергетического агентства, спрос на нефть в мире в текущем году составит 89,5 млн. баррелей в день, а в следующем году показатель вырастет еще на 1,5 млн. баррелей до 91 млн. баррелей в день. По прогнозу ОПЕК мировой спрос на нефть в 2011 году будет находиться на уровне 88,18 млн. баррелей/сутки. При этом, объем добычи нефти в России в 2012 году, по оценке ОПЕК, составит в среднем 10,23 млн. баррелей в сутки. Это показывает неуклонный спрос, который в свою очередь, при текущей политике нефтяных союзов ограниченного производства будет дополнительно стимулировать рост цен нефтяных котировок.

Однако не стоит все-таки забывать и пресловутые аппетиты к риску, которые на фоне текущей ликвидности сейчас очень высоки. Конечно же, в целом текущие цены на нефть спекулятивно завышены, и в случае сворачивания программы QE2, которая завершилась в конце июня этого года и стабилизации на Ближнем Востоке, мы сможем увидеть и снижение котировок.

Необходимо также обратить внимание на текущие спрэды между котировками фьючерсных контрактов на нефть, образовавшиеся на рынке. Как мы видим из диаграммы, спрэды между Brent и Urals с одной стороны и Light Sweet с другой неоправданно широки, т.к. исторически котировки Light Sweet были всегда выше Brent и Urals. Однако текущие ожидания участников рынка, связанные с напряженностью на Ближнем Востоке и долговым кризисом в Европе, толкают котировки нефти, потребляемой в основном в Европе вверх, при этом котировки Light Sweet не показывают столь стремительной динамики. Есть вероятность того, что спрэды со временем сузятся за счет снижения спекулятивной составляющей в котировках Brent и Urals, и мы придём к справедливому превышению стоимости котировок Light Sweet над Brent и Urals.

В целом, мы ожидаем, что на конец года, стоимость нефти марки Light Sweet составит \$95 за баррель, стоимость нефти Brent - \$105, а Urals будет находиться в районе \$100 за баррель.

**Динамика фьючерсных контрактов на нефть**



## Россия на перепутье: борьба с инфляцией или прирост ВВП

### Инфляция

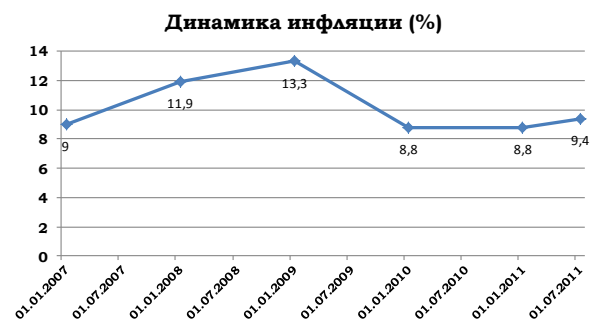
Инфляция в России исторически всегда являлась барометром экономического развития. Именно поэтому уже длительный период времени борьба с инфляцией имеет первостепенное значение для руководства нашей страны. И именно с этим связано решение Банка России с начала этого года повысить ставку рефинансирования дважды на 0,25% до уровня 8,25%, а так же дважды повысить нормы резервирования для банковских учреждений. Кроме того, Минфин России в рамках политики «дорогих денег» решил полностью заморозить средства Резервного фонда и излишние доходы государственной казны направить на накопление. К концу текущего года размер средств фонда планируется довести до 1,45 трлн. рублей, то есть практически его удвоить.

На конец июня инфляция в годовом исчислении составила 9,4%. Рост цен производителей промышленной продукции за январь-май составил 10,4%. Правда наибольший вклад в разгоне потребительских цен играет рост цен на топливо. Только за май бензин автомобильный подорожал на 9,6%. При этом мнению Банка России наблюдаемое ускорение роста цен на бензин носит немонетарный характер, а замедление роста цен на ряд продовольственных товаров свидетельствует о постепенном исчерпании эффекта шока внутренних цен на сельскохозяйственное сырье. Для сравнения инфляция в России с начала года оказалась более чем в 2,5 раза выше, чем в странах Евросоюза, где этот показатель составил 1,9%.

Ближе к концу года мы, скорее всего, увидим рост бюджетных расходов, обусловленный спецификой бюджетного устройства страны, когда пик платежей по государственным контрактам приходится на последний месяц года, что, в конечном счете, существенно разгонит инфляцию. Так же осенью и зимой традиционно наблюдается всплеск потребительской активности, который придаст дополнительный стимул для роста цен. Основной угрозой, по-нашему мнению, для превышения допустимых правительственных значений инфляции на уровне 7% остается рост цен на топливо, вслед за ростом commodities и сезонным спросом в период осени-зимы. А рост топлива, в конечном счете, приведет к росту цен на весь перечень продукции, в том числе и на продукцию сельского хозяйства.

Для России в связи высокой зависимостью экономики от цены на нефть сохраняются риски и так называемого «импорта инфляции». Кроме того, окончание программы количественного смягчения в США, которое произойдет летом, предположительно, скажется негативно на долговых рынках США, что вынудит инвесторов инвестировать в более высоко доходные рынки, которыми и являются на данный момент развивающиеся рынки, в том числе и Россия.

На конец года прогнозные оценки уровня инфляции от различных органов власти разнятся. Так, Минэкономразвития полагает, что она будет в пределах 6,5-7,5%. К концу года этот показатель, по мнению совета директоров ЦБ, удержится в рамках 7%. По подсчетам Банка России, рост потребительских цен в РФ в первом полугодии 2011 года будет в пределах 5,5%, а во втором — не превысит 1,5%. Всемирный банк, между тем, улучшил прогноз по инфляции в России в 2011 году. По мнению ВБ, в этом году инфляция в России будет на уровне 7,5-8%, а не 8-9%, как предполагалось ранее.



Мы полагаем, что темпы инфляции к концу года останутся на прежнем уровне. Монетарные власти будут всеми способами сдерживать потребительские цены в преддверие выборов президента России. Мы не меняем наш прогноз по инфляции, и ожидаем увидеть к концу года показатель инфляции на уровне 9%.

## Национальная валюта и денежный рынок

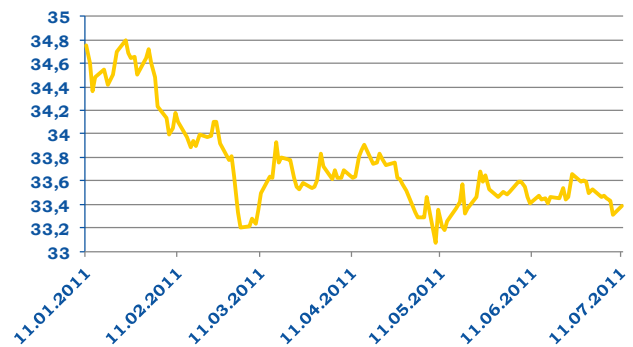
В текущем году сохраняется установившаяся в 2010 году тенденция укрепления рубля. Реальный эффективный курс рубля (к валютам основных торговых партнеров РФ с учетом инфляции) в январе-мае текущего года увеличился на 7%, к доллару — на 12,3%. При этом номинальный курс рубля к доллару вырос за пять месяцев на 10,7% - до 28,07 рубля на конец мая. Так же за первую половину текущего года рубль смог укрепиться к установленной Банком России корзине валют на 4,3% и в настоящий момент стоимость бивалютной корзины составляет

33,62 руб., что в последний раз наблюдалось в апреле 2010 года. Беспоставочные форвардные контракты, которые служат ориентиром валютных колебаний, свидетельствуют, что через три месяца курс российской валюты может составить 28,1328 рубля за \$1.

Мы считаем, что до конца года рубль сможет усилить свои позиции за счет политики ЦБ РФ по переходу к инфляционному таргетированию, сохранения стабильно высоких цен на нефть до конца года и возможного усиления тенденций по ослаблению доллара и евро на мировых рынках, вследствие замедления темпов роста американской экономики и ухудшающейся ситуацией с долговым кризисом в Европе. Вообще Центральный Банк еще в начале года заявлял о том, что собирается существенно снизить валютные интервенции, что в конечном счете и произошло. Действительно Банк России не оказывает сейчас существенного давления на курс рубля. Хотя, на наш взгляд, есть попытка воспользоваться механизмом сглаживания колебаний курса рубль/\$, а попросту механизмом сглаживания волатильности рынка, для того чтобы сдержать укрепление российской валюты. Так, объем покупок банком России валюты снизился, чем годом ранее практически в 4 раза и составил \$11 млрд. Мы прогнозируем стоимость бивалютной корзины в районе 32,8 руб., что на 70 копеек ниже нашего предыдущего прогноза.

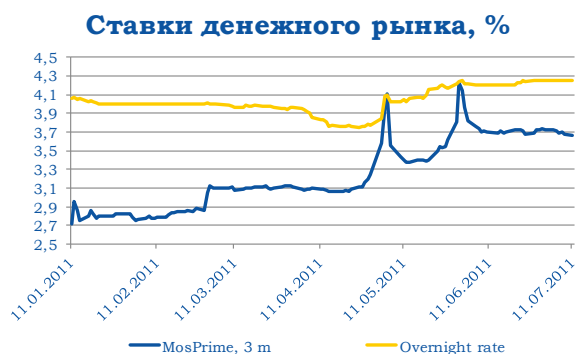
Что касается ситуации в целом с денежной массой, то ликвидностью у нас и сейчас и в начале года не вызывает опасений. Однако все таки наблюдаются негативные тенденции. Из российского банковского сектора начинает потихоньку испаряться избыточная ликвидность. Так на начало года остатки на кор. счетах и депозитах кредитных организаций в Банке России составляли в совокупности более 1,45 трлн. рублей и налоговые отчисления снижали свободную ликвидность до уровней в 1,2 трлн. рублей, то сейчас ситуация уже иная. Так в конце мая рублевая ликвидность в очередной налоговый период сузилась уже до 800 млрд. рублей. И это несмотря на высокие цены на нефть, которые, держатся выше \$100 за баррель. Основным индикатором сужения свободной ликвидности является тот факт, что в период активных налоговых платежей, которые традиционно приходятся на вторую половину каждого месяца, теперь совпадает с повышением уровня процентных ставок на рынке. Если в прошлом году и начале этого года ставки после непродолжительных всплесков во время налоговых периодов всегда возвращались в диапазон 2,5-3,0%, то

Бивалютная корзина, руб.



в марте-апреле они не смогли опуститься ниже 3,0%, а уже в мае находились ближе к уровню 4,0%.

Не последнюю роль в снижении ликвидности сыграли инструменты сдерживания инфляции в виде повышения ставки рефинансирования и повышения норм резервирования, о чем мы уже упоминали выше. Кроме того в рамках снижения инфляции Минфин с текущего года стерилизует избыточные нефтяных доходы и направляет их в резервный фонд, который изрядно «похудел» в 2008-2009 году. В пользу роста резервного фонда говорит и профицитный бюджет, по причине которого дополнительные государственные расходы в экономике попросту не запланированы. Так же мы уже упоминали и отток капитала, который значительно сужает денежную ликвидность.



И еще можно отметить, что ликвидность заметно сузилась по причине возобновления кредитной активности. Учитывая, что сейчас кредитование вышло на траекторию роста на 10% в год, растущий спрос на кредиты постепенно забирает избыток средств, который банки не имеют возможности восполнить из-за замедления темпов роста депозитов, по причине низких ставок, которые не покрывают даже инфляционные процессы. Однако мы не ожидаем существенного снижения ликвидности до конца года по причине существенного сезонного роста бюджетных расходов характерного в период осени начала зимы. Скорее всего, эти расходы приведут к росту остатков на депозитах и на счетах и, если они будут использованы для финансирования спроса на кредиты, то вероятно позволят удержать ставки на текущих низких уровнях.

## ВВП и платежный баланс

Рост ВВП в январе-мае 2011 года в годовом выражении составил 3,8%, а в месячном исчислении — 0,4%. Основной прирост ВВП обусловлен ростом Commodities и как следствием приростом экспортной выручки, и приростом производственного и потребительского секторов. Так промышленное производство в мае выросло в месячном исчислении на 0,5%, а в годовом исчислении — на 4,1%, и по сравнению с аналогичным периодом прошлого года рост составил 5,2%. Если смотреть на структуру роста, то например производство нефти в январе-мае выросло на 0,9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Автомобильная промышленность и производство станков и оборудования так же демонстрирует бурный рост. Производство автомобилей в период с января по май выросло на 85% по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года, а выпуск станков увеличился на 46%. Все эти данные свидетельствуют о восстановлении реального сектора экономики и росте доли продукции с высокой добавленной стоимостью в ВВП страны. При этом основной движущей силой для роста останется все таки добывающий сектор с его

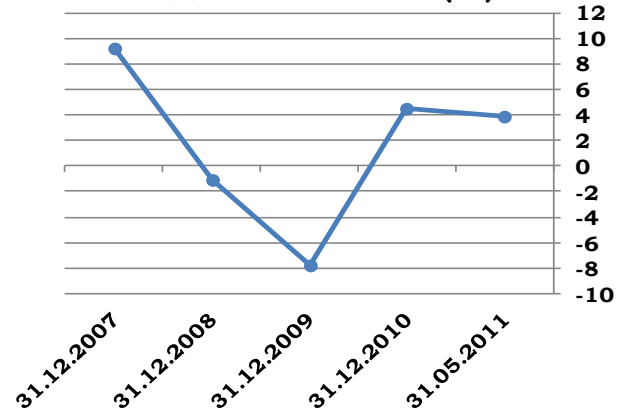
значительной долей в структуре ВВП и высокими ценами на Commodities до конца года. Мы считаем, что во второй половине года произойдет увеличение экономического роста. Во многом оно будет связано и с восстановлением сельскохозяйственного сектора после сильнейшего спада в прошлом году обусловленной длительной засухой (около 11% падения). Один этот фактор может дать почти 1% роста ВВП России. Кроме того как мы уже писали в первичной стратегии, положительную динамику ВВП будут обеспечивать и государственные расходы связанные с масштабными стройками объектов к олимпиаде 2014 года, и чемпионата мира по футболу 2018 года.

Однако при всем позитиве нельзя исключать и риски присущие российской экономике. Основными вызовами перед РФ остаются, во-первых, ограниченная диверсификация экономики, во-вторых, препятствия на пути увеличения связанного с экспортом энергоносителей. Эти факторы, как ожидается, не позволят темпам роста ВВП России существенно превысить 4,5% до 2013 года. Так же мы фактически видим ситуацию, при которой экономика не может воспользоваться растущими доходами от экспорта. Реальный сектор не предъявляет спрос на те финансовые ресурсы, которые экономика зарабатывает на внешней торговле, и эти деньги уходят в виде оттока капитала. Тормозом для развития промышленности так же послужит и усиление налогового бремени на бизнес в части повышения ЕСН с начала 2011 года. А укрепление рубля, которое мы наблюдаем уже больше года, снижает экспортную привлекательность нашей продукции.

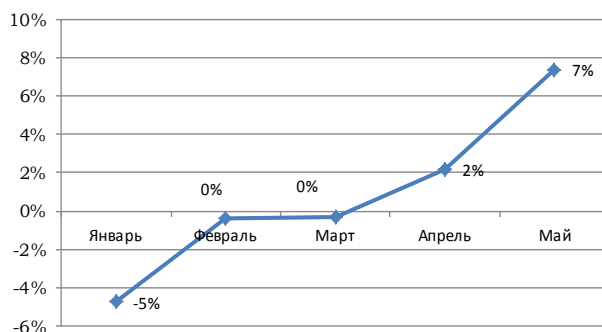
В целом мы оставляем оптимистичный прогноз на рост ВВП, и повышаем его до 4,3% с 3,8%. По оценке Минэкономразвития ВВП должен дорасти до 4,2%, в 2012 и 2013 годы — до 3,5% и 4,2% соответственно, а прогноз ВВП от Всемирного банка на 2011, 2012 и 2013 составил 4,4%, 4% и 4,1%.

Что касается оттока капитала, то уже за первое полугодие он составляет \$31,2 млрд., и нам кажется маловероятным сохранение это показателя на данном уровне до конца года, как предполагает ЦБ РФ. Напомним, что за весь 2010 год чистый отток капитала из России составил \$38,3 млрд. Из позитивного можно отметить, что инвестиции в основной капитал в России, составляющие около 20% российской экономики, в мае резко выросли, по информации от Росстата. По сравнению с маем прошлого года в мае 2011 года вложения в основные средства выросли на 7,4%. За весь 2010 год инвестиции в основной капитал выросли на 6% после снижения на 16,2% годом ранее.

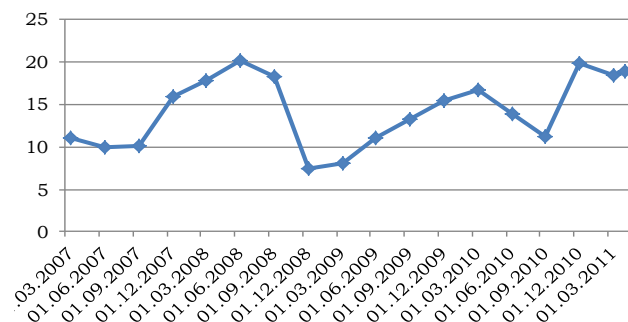
**Динамика ВВП (%)**



**Инвестиции в основной капитал**



**Сальдо торгового баланса**



Стабильно высокие цены на нефть, начиная с января текущего года (более \$100 за баррель), позволяют ежемесячно расти экспортной выручке, и как результат рост профицита торгового баланса. Так положительное сальдо внешней торговли России за первые 4 месяца выросло на 12,2% до \$68,3 млрд. Внешнеторговый оборот вырос на 31,6% и составил \$250,9 млрд. Экспорт вырос на 26,9%, а импорт при этом сразу на 40,7%. Положительное сальдо текущего счета платежного баланса РФ увеличилось в первом полугодии до \$57,6 млрд. с \$52,1 млрд. за аналогичный период прошлого года. Как мы видим прирост экспорта перекрывается ростом импорта, в том числе за счет увеличения потребительской активности населения и социальных расходов бюджета. Мы прогнозируем на конец года цену на нефть марки Urals на уровне \$100 за баррель, что немногим выше нашего предыдущего прогноза. В случае снижения цен на нефть до \$90 за баррель есть вероятность проявления дефицита торгового баланса, что в свою очередь с учетом роста оттока капитала может привести и к дефициту платежного баланса. К другим рискам к появлению дефицита платежного баланса остается высокая доля спекулятивного капитала в общем объеме инвестиций, которая по многим оценкам превышает объем инвестиций в развитие, в 12,1 раза. Кроме того, нельзя исключать и структурные ограничения темпа роста в России.

Но мы все таки рассчитываем, что приток капитала сохранится во втором полугодии текущего года за счет того, что оценки потенциала роста российской экономики большинством иностранных инвесторов достаточно позитивны. Укрепление курса рубля и высокая привлекательность среди других развивающихся экономик так же благоприятствует притоку капитала.

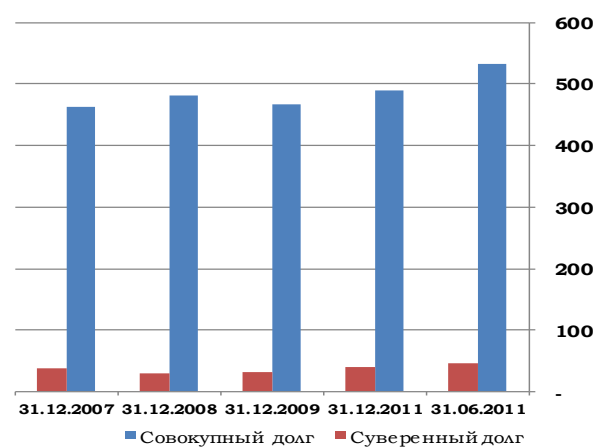
Мы корректируем наш прогноз по торговому экспорту и импорту в сторону увеличения с \$510 млрд. до \$525 млрд. и с \$290 млрд. до \$350 млрд. соответственно, при этом сальдо торгового баланса составит \$175 млрд. Недавно МЭР России повысило прогноз положительного сальдо торгового баланса на 2011 год на 52% до \$195,1 млрд. Что касается платежного баланса на конец года, его сальдо так же покажет позитивную динамику и в случае отсутствия резкого падения цены на нефть мы видим нулевое сальдо по счету движения капитала.

## Долговая политика

Долговая нагрузка России вот уже который год остается очень умеренной благодаря консервативной политике управления государственным долгом. Так объем внешнего долга России за первое полугодие текущего года вырос всего на 8,8%. По состоянию на 1 июля показатель составил \$532,2 млрд., в начале года - \$489,04 млрд. При этом необходимо отметить, что основная доля долга приходится на корпоративный внешний долг, который занимает около 91% совокупного внешнего долга. Государственный внешний долг составляет всего \$38,8 млрд. Перед международными финансовыми институтами задолженность еще более низкая: долг перед членами Парижского клуба кредиторов уменьшился до \$682,1 млн., перед бывшими странами СЭВ составляет \$,138 млрд.

Основной размер внешнего долга составляют еврооблигации российских банков. Вообще спрос на квазигосударственные долговые обязательства весьма высок и сейчас сложилась сверхблагоприятная конъюнктура, так как ставки находятся на

Объем внешнего долга (\$ млрд.)



минимуме, чем и пользуются крупные государственные компании и банки. В процентах к ВВП государственный долг составляет 9,6%, что значительно ниже по сравнению с переживающей долговую кризис еврозоной или находящейся в кризисе Японией. В 2012 году ориентир для Правительства является 3% соотношение, согласно поручению председателя правительства России В. Путина.

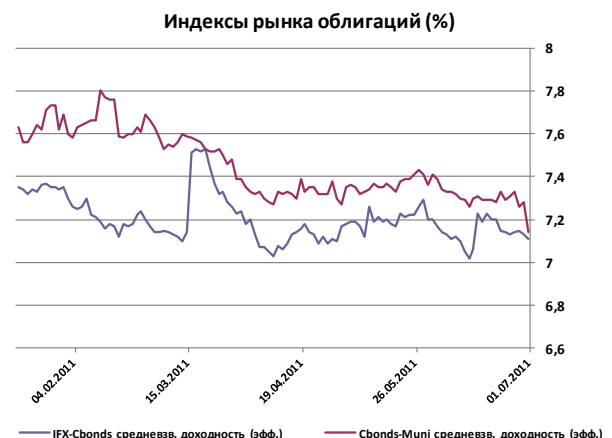
Внутренний госдолг России на 1 июля составил 3,125 трлн. рублей. Структура внутреннего долга следующая: объем размещенных облигаций федерального займа с постоянным купонным доходом составляет 1,782 трлн. рублей, облигаций федеральных займов с амортизацией долга - 800,1 млрд. рублей, объем государственных сберегательных облигаций с постоянной процентной ставкой - 320,5 млрд. рублей.

Во втором полугодии нас могут ожидать изменения на внутреннем рынке госдолга при отсутствии выхода на внешние заимствования. Так Минфин России планирует до конца года удлинить дюрацию ОФЗ и довести их в среднем до пяти лет. В целом до конца года Минфин планирует разместить ОФЗ в объеме 1,7 трлн. рублей. При этом Минфин не планирует до конца года размещение евробондов в иностранной валюте, а также рассматривает возможность ограниченного использования рублевых евробондов. Несмотря на большие золотовалютные резервы, позволяющие сейчас России безболезненно размещать еврооблигации в рублях, и даже учитывая, что ставки по валютным займам ниже рублевых, России выгоднее занимать средства в рублях — опять же в целях повышения интереса к российским долговым бумагам и для формирования большей ликвидности этого рынка.

## Российский рынок корпоративных облигаций

За первые 6 месяцев текущего года, пользуясь благоприятной ситуацией на внутреннем долговом рынке, было размещено 122 корпоративных выпуска облигаций на общую сумму в 612 млрд. рублей и по сравнению с первым полугодием 2010 года рост по объему увеличился примерно в 2 раза. Рынок субфедеральных и муниципальных заимствований показал более скромные результаты - всего с начала года выпущено 6 выпусков объемом 27,2 млрд. рублей, однако по совокупному объему это в 4 раза больше, чем годом ранее. Можно отметить общие тенденции на рынке рублевого долга.

Благоприятная ситуация с рублевой ликвидностью, которая с середины прошлого года редко когда опускается ниже 1 трлн. рублей (объем рублевой ликвидности коммерческих банков на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ) позволила снизиться ставкам межбанковского рынка и ставкам заимствований на долговом рынке для корпоративных заемщиков. Многие компании, проанализировав сложившуюся благоприятную ситуацию на рынке капитала, не преминули этим воспользоваться, и разместили более длинные выпуски под комфортную для них ставку, таким образом, проведя реструктуризацию своей задолженности на приемлемых условиях. Стоимость заимствований для компаний первого эшелона за год снизилась в среднем на 50-80 б.п. и спрэды к кривой ОФЗ сузились до минимальных значений. По ожиданиям многих участников рынка, учетная ставка ЦБ РФ если и будет повышена то не ранее середины осени (октябрь-ноябрь 2011 года), что так же позитивно влияет на российский долговой рынок и позволяет размещаться с дисконтом ко вторичному



рынку, неоднократно понижая ориентир размещения с премии к рынку вплоть до дисконта. Данные тенденции можно отнести и на рынок государственных заимствований. Правительство РФ проведет крупнейшее размещение долгосрочных облигаций как минимум за три года, поскольку восстановление цен на нефть и замедление инфляции нивелируют опасения по поводу распространения долгового кризиса в Европе. 13 июля Министерство финансов планирует разместить 10-летние облигации федерального займа на 30 миллиардов рублей, что является максимальным объемом предложения по меньшей мере с 2008 года. На фоне этого, доходность бондов с погашением в 2021 году упала на 32 б.п., с пика, зафиксированного 27 июня, и перед размещением составляет 8 %. И все таки в настоящий момент кривая ОФЗ предлагает неплохую премию на среднем участке кривой (на горизонте от 4-6 лет), и именно поэтому выпуски с умеренной дюрацией пользуются наибольшим спросом у участников рынка, желающих захеджировать свои риски с приемлемой доходностью.

Что касается корпоративного сектора, то в настоящий момент бумаги «качественных» заемщиков торгуются на текущих уровнях с минимальными для себя доходностями и наиболее узкими спредами к кривой суверенного долга. Рублевая ликвидность позволяет крупным эмитентам размещаться с дисконтом к рынку, что в свою очередь позволяет еще больше снизить наклон кривой долга компаний. Доходности уже не позволяют управляющим показывать высокие результаты, и есть вероятность того, что снижающаяся активность на первичном рынке, по сравнению с 2010 годом, продолжит свою тенденцию. Спреды между компаниями с разными кредитными рейтингами сузились до критических значений, бумаги субфедеральных и муниципальных эмитентов показывают доходности не ниже, а иногда и выше корпоративных заемщиков, что ранее можно было себе трудно представить. При этом для компаний 3-эшелона рынок до сих пор закрыт и в ближайшей перспективе вряд ли ситуация изменится. Те размещения, которые все-таки прошли, носили явно технический характер, и назвать их рыночными можно с трудом. Однако такая ситуация долго продолжаться не сможет. Мы прогнозируем повышение учетной ставки осенью текущего года, снижение ликвидности и оборотов торгов, на фоне проводимой банком России политики дорогих денег, а в случае усиления долговым проблем в Еврозоне и США, уход спекулятивного иностранного капитала из российского рынка. Все это может развернуть рынок в сторону роста ставок и доходностей, как следствие снижения предложения на первичном рынке. Наиболее интересным на рынке рублевого долга мы считаем металлургический сектор и сектор энергетики, за счет высокого спроса на продукцию как в России так и за ее пределами (и в первую очередь со стороны Китая), а банковский сектор и нефтегазовый, как наиболее перекупленные с точки зрения фундаментальных показателей и возрастающих рисков европейской рецессии, выглядит наименее привлекательных для долгосрочных инвестиций. В целом мы рекомендуем к покупке бумаги с короткой и средней дюрацией (1-3 лет), с поиском недооцененных бумаг на фоне корпоративных новостей. При этом риски снижения бумаг остаются и ближе к концу года могут значительно возрасти.

## Консенсус прогноз

Показатели	2010	Наш прогноз 2011 (февраль)	Наш прогноз 2011 (июль)
Инфляция	8,80%	9%	9,0%
Ставка рефинансирования	7,75%	8,25%	8,75%
MOSPRIME 3M	4,06%	4,50%	5,20%
ВВП	4,50%	3,8%	4,30%
Цена на нефть Urals	90,45\$	95\$	100\$
Рубль/USD-EURO	36,16р.	33,50р.	32,8р.
IFX-Cbonds	7,45%	8,5%	8,5%
Cbonds-Muni	7,67%	8,0%	8,0%
Безработица	7,50%	7%	6,5%
Торговый экспорт (\$ млрд. )	396,40	510,00	525
Торговый импорт (\$ млрд.)	229,00	290,00	350

## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

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

### Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

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 существа 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. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

