

**TRUST**<sup>®</sup>

НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК ТРАСТ

**СТРАТЕГИЯ 2011**  
**В НАДЕЖДЕ НА УСТОЙЧИВОСТЬ**  
**АПРЕЛЬ 2011**



## ВСТУПЛЕНИЕ

---

2011 г. начался с ужесточения денежно-кредитной политики в России, продолжающегося усугубления экономической ситуации в периферийных странах Европы, разговоров о новом этапе количественного смягчения в США и «перегреве» экономики Китая. Два «черных лебедя» в виде природно-экологической катастрофы в Японии и событий в Северной Африке и на Ближнем Востоке лишь напомнили миру, насколько шатко глобальное равновесие в экономике и на финансовых рынках. При этом доходности рублевых облигаций рискуют обновить абсолютные исторические минимумы, компании и банки устремились на рынок евробондов, а 3-й эшелон продолжает настойчиво штурмовать публичный долговой рынок и лимиты потенциальных инвесторов.

Начало года рождает много вопросов и заставляет задуматься – в какой форме встретят 2012 г. финансовые рынки, мировая и российская экономика?

- Какое развитие получит долговой кризис в Европе?
- Как японская катастрофа отразится на финансовых рынках?
- Каким образом США будут решать проблему финансирования дефицита госбюджета?
- Увидим ли мы новые рекорды по «черному золоту»?
- Что грозит экономике Китая в 2011 году?
- Введут ли США программу QE3?
- Какой рост продемонстрирует экономика России в 2011 году?
- Почему еврооблигации в рублях стали в этом году модной тенденцией?
- Будет ли рубль укрепляться и дальше?
- Как далеко пойдет ЦБ РФ в деле повышения ставок?
- Будут ли дешеветь рублевые облигации, и каким будет их объем в 2011 году?
- Почему кредитные пути МТС и VimpelCom Ltd. разошлись?
- Что станет локомотивом роста банковского сектора России в 2011 г.?
- Что несут нефтяным компаниям намеченные в отрасли реформы?
- Почему растут кредитные риски в электроэнергетике?

На эти и многие другие вопросы мы постарались ответить в обзоре, который предлагаем Вашему вниманию.

С уважением,  
Аналитическая команда Национального банка «ТРАСТ»

Леонид Игнатьев  
leonid.ignatiev@trust.ru  
647-23-60

Роман Дзугаев  
roman.dzugaev@trust.ru  
647-23-64

Сергей Гончаров  
sergey.goncharov@trust.ru  
786-23-48

Дмитрий Турмышев  
dmitry.turmyshev@trust.ru  
647-25-89

Мария Помельникова  
maria.pomelnikova@trust.ru  
789-35-94

Алексей Тодоров  
aleksey.todorov@trust.ru  
647-23-62

Юлия Сафарбакова  
yulia.safarbakova@trust.ru  
647-23-59

## СОДЕРЖАНИЕ

### ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

<b>США: QEЗ ПО-ПРЕЖНЕМУ НЕЛИШНЕ</b>	4
Экономика: проблемы те же, внимание – ускорению инфляции	4
Денежный рынок: оснований для роста ставок нет	15
Долговой рынок: «взлет» доходностей UST – сценарий маловероятный	20
<b>ЕВРОЗОНА: РИСКИ ПЕРИФЕРИЙНЫХ СТРАН – ГЛАВНАЯ ТЕМА 2011 Г.</b>	27
Экономика: множество очагов долговых проблем	27
Денежный рынок: в ожидании повышения ставок ЕЦБ	33
Долговой рынок: проблемные долги и рост доходностей	38
<b>КИТАЙ: НЕ ИСКЛЮЧАЕМ СЕРЬЕЗНЫХ ТРУДНОСТЕЙ В 2011 Г.</b>	41
Инфляция: эффективность мер центробанка будет ограничена	41
«Пузырь» на рынке жилья: ключ к решению проблемы в руках ЦБ	42
Экономика: риски «жесткой просадки»	43
<b>РЫНОК НЕФТИ: ВАЖНЫЙ ДРАЙВЕР ИНТЕРЕСА ИНВЕСТОРОВ К ЕМ</b>	46
Монетарные факторы: определяющие в двухлетнем росте цен	46
Спред WTI-Brent: нет надежды на скорый возврат в положительную зону	49
<b>ЯПОНИЯ: ВЕРА В КРАТКОСРОЧНОСТЬ ПОСЛЕДСТВИЙ КАТАСТРОФЫ</b>	52
<b>РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ: ОДНИ ИЗ ЛУЧШИХ НА ЕМ</b>	53
Суверенные еврооблигации: премия к ЕМ	53
Общий тренд: компании «обыгрывают» суверенную Россию	54
Корпоративные выпуски: упрочение позиций к коллегам из ЕМ	55
Еврооблигации: приоритетные позиции относительно рублевого долга	56
Первичный рынок в 2010 г.: стремительный рост и смещение в риск	57
Россия на евробондах: возвращение после 12-летнего перерыва	59
Евробонды в рублях – мода сезона-2011	60
Первичный рынок в 2011 г.: объемы сохранятся, конкуренция усилится	61
Структура рынка: квазисуверенные банки будут наступать	62
Выпуск 30-летних евробондов привлечет на рынок сильных заемщиков	63
<b>МАКРОЭКОНОМИКА РФ: НАДЕЖДА НА СТРУКТУРНЫЕ СДВИГИ</b>	64
Российская экономика: умеренность роста и необходимость стимулов	66
Инфляция рискует превысить официальные прогнозы	71
Монетарная политика: курс на подавление инфляции	75
Платежный баланс: перспектива укрепления рубля все туманнее	78
Денежный рынок: ликвидность на убыль – ставки в рост	82
Российский бюджет: без ОФЗ не обойтись	84

<b>РЫНОК РУБЛЕВОГО ДОЛГА: ПРЕДСТОИТ БОЛЬШЕ НЕГАТИВА</b>	87
Доходности в 2010 г.: новые рекорды	87
Объемы рынка и прогнозы первичных размещений 2011 г.	88
2011 год: рост доходностей и нивелирование трендов в спредах	90
Корпоративный сегмент: итоги 2010 г. и взгляд на 2011 г.	93
Инвесторы на рынке облигаций: акцент на банки	94
Рынок РЕПО как свидетельство посткризисного восстановления рынка	97
Ломбардный список ЦБ – пришла пора ужесточений	98
<b>КРЕДИТНЫЙ ВЗГЛЯД НА ОТРАСЛИ</b>	
<b>Банковский сектор:</b> восстановление налицо, но торговых идей немного	100
<b>Нефтегазовый сектор:</b> очередной позитивный год	110
<b>Электроэнергетика:</b> основные риски – в изменении «правил игры»	116
<b>Металлургия и горнодобыча:</b> шоки за рубежом – нам на руку	121
<b>Телекоммуникации:</b> новый виток конкурентной борьбы	127
<b>Ритейл и потребительский сектор:</b> жизнь после крупных M&A сделок	133
<b>Транспорт:</b> восстановление вместе с экономическим ростом	138
<b>Машиностроение и промышленность:</b> госкомпании правят бал	144
<b>Химия и удобрения:</b> в погоне за доступом к ресурсной базе	149
<b>Девелопмент:</b> от количества к качеству	154
<b>Медиа и реклама:</b> потенциал у рынка есть, будут и облигации	161

## США: QE3 ПО-ПРЕЖНЕМУ НЕЛИШНЕ

- Согласно нашим предположениям, центральными проблемами экономики США в 2011 году останутся занятость, медленное восстановление спроса на кредит со стороны домохозяйств и ситуация на рынке жилья. Мы видим рост реального ВВП США в 2011 году в диапазоне 2.6-2.9%, при этом разницу в 0.3% мы относим на продолжение/прекращение стимулирования экономики.
- Мы не ожидаем ускорения потребительской инфляции по причине роста издержек производителей, в свою очередь обусловленного удорожанием сырьевых товаров. Прогнозные уровни по инфляции на текущий год, озвученные ФРС в протоколе январского заседания, в терминах ценового индекса потребительских расходов (1.3-1.7%) и соответствующего базового ценового индекса (на уровне 1.0-1.3%) представляются адекватными нашему видению развития ситуации.
- По нашим прогнозам, целевой уровень ставки Fed Funds в 2011 году останется неизменным – регулятор сохранит существующий ныне диапазон 0.0-0.25%. Существенное изменение долларовых ставок денежного рынка относительно текущих уровней также не предполагается – для 3-месячного Libor мы видим максимально возможное значение в 0.40%, в отличие от текущего – порядка 0.31%.
- Учитывая ситуацию в экономике, мы не рассматриваем текущий рост инфляционных ожиданий как долгосрочный фактор. В качестве преобладающего диапазона доходности UST10 в 2011 году мы видим коридор 3.20-3.60%.
- Мы ждем продолжения монетарного стимулирования по завершении QE2. При неработающих традиционных инструментах денежно-кредитной политики в виде ставки Fed Funds более или менее действенным механизмом регулирования ставок остается покупка активов – и ФРС не способна уйти от его использования. Мы полагаем, что центральной историей в рамках QE3 станет расширение политики реинвестирования агентских бумаг на балансе ФРС в UST, что позволит избежать дальнейшего увеличения баланса. Мы также думаем, что уже в 2011 году ФРС начнет возрождать традиционные инструменты монетарной политики

## ЭКОНОМИКА: ПРОБЛЕМЫ ТЕ ЖЕ, ВНИМАНИЕ – УСКОРЕНИЮ ИНФЛЯЦИИ

### Данные по занятости за декабрь-февраль – еще не восстановительный тренд на рынке труда

Поддержание благоприятной ситуации с занятостью наравне со стабильностью цен в экономике является законодательно вмененной компетенцией ФРС. Если невысокие темпы роста цен, отражающие именно подавленность потребительского спроса, и могут рассматриваться как некоторый стимул для расширения потребления домохозяйствами, то высокий уровень безработицы существенно нивелирует их потребительскую способность.

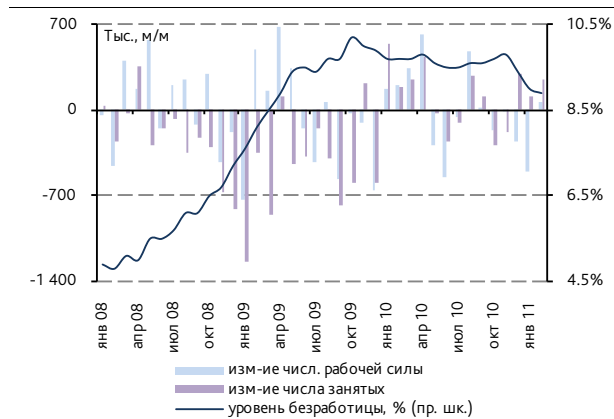
Рынок действительно стал свидетелем некоего улучшения ситуации с занятостью в декабре-январе, когда относительная безработица снизилась до 9.4% и до 9.0%, однако последняя определяется двумя факторами – изменением числа занятых граждан (или безработных) и численности рабочей силы. Вышеотмеченные уровни безработицы были получены при увеличении занятости (+297 тыс. и +117 тыс. – соответственно в декабре-январе) и при уменьшении числа граждан, относящихся к рабочей силе (-260 тыс. и -504 тыс.). Таким образом, констатировать качественное улучшение ситуации с занятостью в данные месяцы мы не готовы.

Отчет Бюро по статистике в сфере занятости США за февраль<sup>1</sup> продолжил демонстрировать благоприятную динамику. Относительная безработица снизилась, составив 8.9%. Но в этом месяце изменение показателя было качественным во всех отношениях – при росте числа занятых (+250 тыс. к январю) увеличилась и численность рабочей силы (+60 тыс.). Однако констатировать устойчивый тренд на улучшение ситуации с занятостью мы считаем преждевременным.

<sup>1</sup> [http://www.bls.gov/news.release/archives/empst\\_03042011.htm](http://www.bls.gov/news.release/archives/empst_03042011.htm)

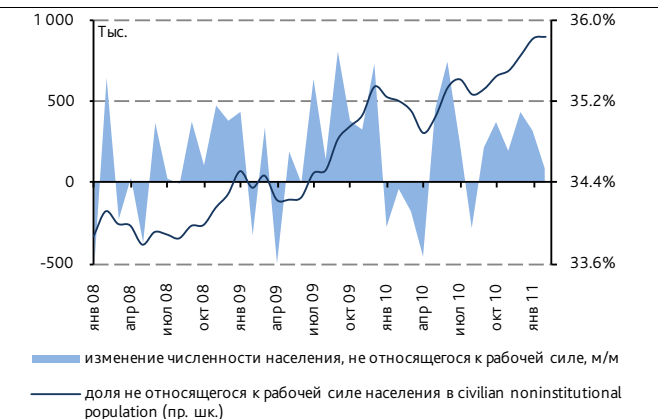
При этом уже сейчас сокращение рабочей силы видится значимой проблемой экономики США: число граждан, не относящихся к рабочей силе, только за 2010 год выросло на 1.45 млн. или на 1.7% к численности civilian noninstitutional population – к данной категории относятся граждане в возрасте старше 16 лет. Доля же американцев в численности населения старше 16 лет, не относящихся к рабочей силе, в феврале составила 35.8%.

ДИАГРАММА 1. АБСОЛЮТНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ СИТУАЦИИ С ЗАНЯТОСТЬЮ И ОТНОСИТЕЛЬНАЯ БЕЗРАБОТИЦА, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>

ДИАГРАММА 2. АБСОЛЮТНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ЧИСЛЕННОСТИ НАСЕЛЕНИЯ, НЕ ОТНОСЯЩЕГОСЯ К РАБОЧЕЙ СИЛЕ, ЕЕ ДОЛЯ В CIVILIAN NONINSTITUTIONAL POPULATION, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011

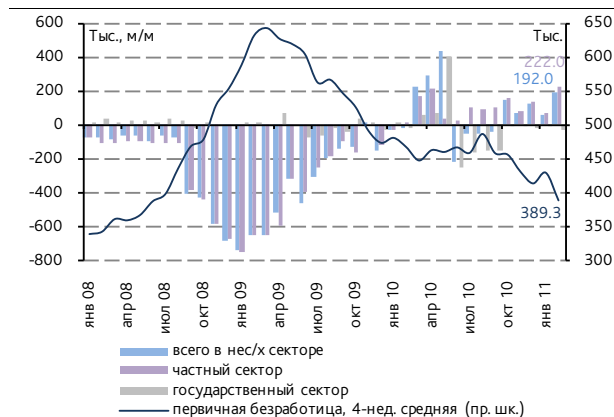


Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

Число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе (non-farm payrolls) пока также не позволяет констатировать устойчивые улучшения. Безусловно положительную тенденцию мы видим в непрерывном с февраля 2010 года создании рабочих мест в частном секторе, а зачастую отрицательная величина совокупного показателя non-farm payrolls определялась их сокращением в госсекторе. Данные по созданию в декабре-январе новых мест в разрезе секторов порадовали их увеличением в промышленности (соответственно +14 тыс., +53 тыс., +33 тыс.), хотя доля промпроизводства в конечном ВВП страны невелика. При этом рост числа рабочих мест в строительстве в феврале (+33 тыс.) впервые за последние пять месяцев не позволяет отказаться от констатации депрессивной ситуации с занятостью в данном секторе.

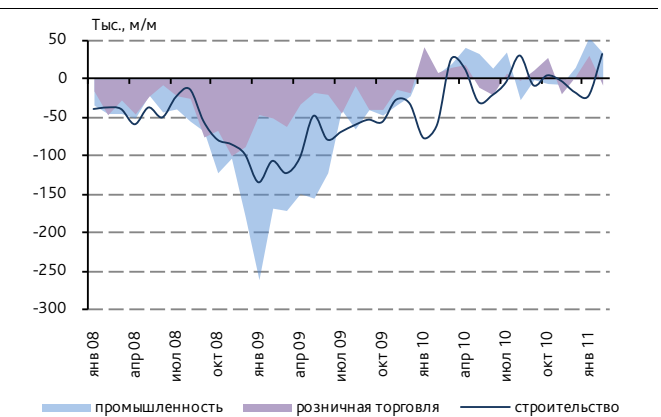
На постепенную стабилизацию в сфере занятости указывает динамика первичной безработицы, которую мы иллюстрируем 4-недельной скользящей средней. По итогам февраля она вышла на уровни июня 2008 года.

ДИАГРАММА 3. ЧАСТНЫЙ И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СЕКТОР В СОЗДАНИИ НОВЫХ РАБОЧИХ МЕСТ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>, <http://www.dol.gov>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ЧИСЛО НОВЫХ РАБОЧИХ МЕСТ В ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЯХ ЭКОНОМИКИ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011

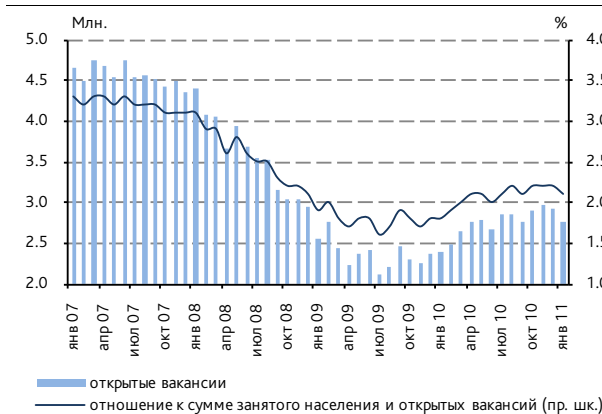


Источник: <http://www.bls.gov>

В последнее время в своих оценках экономической ситуации ФРС неоднократно констатировала улучшение показателей количества открытых вакансий и наймов на работу – но здесь также не все однозначно. За 2010 год прирост показателей составил 23.3% и 4.7% соответственно, однако во втором полугодии четкого растущего тренда отмечено не было – изменения составили 9.1% и -0.7% к первому.

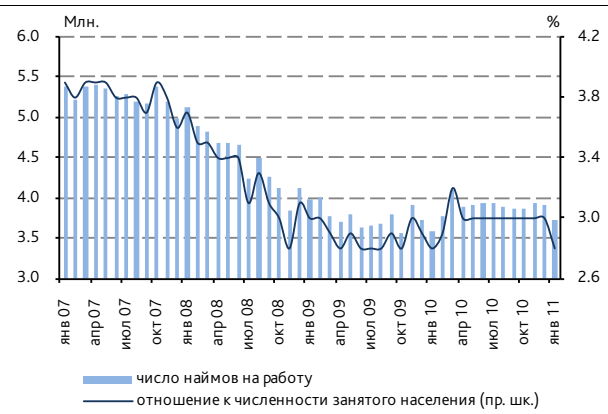
Отношение числа открытых вакансий к сумме занятого населения и открытых вакансий (по методологии US Bureau of Labor Statistics) с марта 2010 года составляет 2.0-2.2%. Число наймов на работу в относительном выражении к численности занятых граждан в январе 2011 года снизилось до 2.8% после пребывания большую часть 2010 года на уровне 3.0% (согласно январскому пересмотру).

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА ОТКРЫТЫХ ВАКАНСИЙ И ОТНОШЕНИЯ ИХ КОЛИЧЕСТВА К СУММЕ ЗАНЯТОГО НАСЕЛЕНИЯ И ОТКРЫТЫХ ВАКАНСИЙ, ЯНВАРЬ 2007 – ЯНВАРЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>

ДИАГРАММА 6. ЧИСЛО НАЙМОВ НА РАБОТУ, ИХ ОТНОШЕНИЕ К ЧИСЛЕННОСТИ ЗАНЯТОГО НАСЕЛЕНИЯ, ЯНВАРЬ 2007 – ЯНВАРЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>

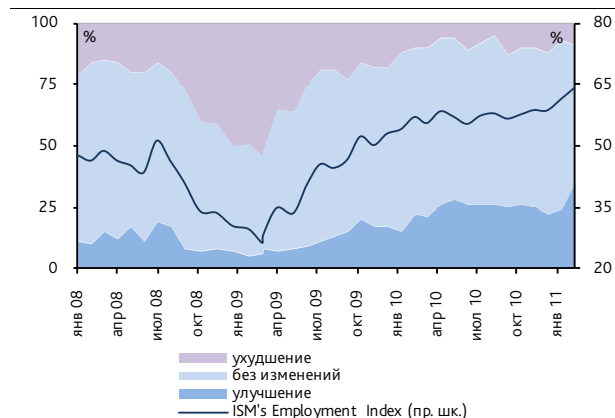
Отношение производителей (работодателей) к ситуации с занятостью теоретически можно проследить по соответствующей компоненте индексов ISM (а именно – ISM's Employment Index). Однако ее рост – как в рамках индекса деловой активности в производственной сфере ISM Manufacturing, так и в рамках индекса для непромышленной сферы ISM Non-manufacturing – в 2010 году преимущественно определялся сокращением доли производителей, отмечавших ухудшение ситуации с занятостью, в пользу респондентов, не отмечавших ее изменения. Число же респондентов, констатировавших улучшения в занятости, на протяжении большей части 2010 года не увеличивалось.

В феврале 2011 года рост индекса ISM в производственной сфере в немалой степени определился ростом компоненты «занятость» – ISM's Employment Index вырос на 2.8 пункта к январю до уровня 64.5. Доля опрошенных производителей, констатировавших улучшение, выросла на 11% до 35%.

На текущий момент наиболее актуальный формализованный прогноз экономических показателей (включая рост реального ВВП) представлен в протоколе<sup>1</sup> по итогам заседания ФРС 25-26 января 2011 года. Члены Комитета по операциям на открытом рынке ФРС озвучили рост реального ВВП в 2011 году в диапазоне 3.4-3.9% против прежнего прогноза в 3.0-3.6%, сделанного в ноябре. **Мы ожидаем рост реального ВВП США в 2011 году на уровне 2.6-2.9% в зависимости от отказа/продолжения стимулирующих мер со стороны монетарных властей.**

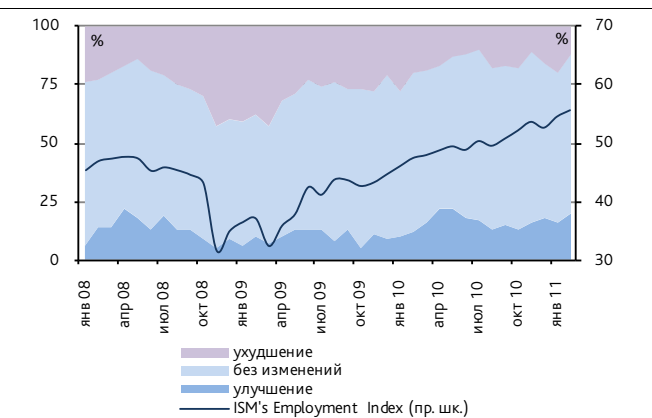
<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/fomcminutes20110126.pdf>

ДИАГРАММА 7. ISM'S EMPLOYMENT INDEX И РАСПРЕДЕЛЕНИЕ МНЕНИЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ОТНОСИТЕЛЬНО СИТУАЦИИ С ЗАНЯТОСТЬЮ В ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ СФЕРЕ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.ism.ws>

ДИАГРАММА 8. ISM'S EMPLOYMENT INDEX И РАСПРЕДЕЛЕНИЕ МНЕНИЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ОТНОСИТЕЛЬНО СИТУАЦИИ С ЗАНЯТОСТЬЮ В НЕПРОИЗВОДСТВЕННОЙ СФЕРЕ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.ism.ws>

Наш прогноз основывается на следующем аспекте. Результатом регрессионного моделирования различных экономических факторов для экономики США стало получение достаточно адекватной зависимости на годовых интервалах между темпом роста реального ВВП и среднемесячным приростом числа рабочих мест вне сельского хозяйства за соответствующий год (non-farm payrolls). При этом адекватный результат получается как при рассмотрении в качестве результирующего показателя темпа роста реального ВВП, так и прироста non-farm payrolls.

В конце 2010 года ФРС дала оценку<sup>1</sup> эффекта количественного смягчения для экономики в терминах рынка труда – он свелся к созданию от 700 тыс. до 1 млн. новых рабочих мест. Если классифицировать указанные величины как non-farm payrolls и скорректировать фактические non-farm payrolls в сторону уменьшения с момента начала QE1 (в терминах выкупа UST, начавшегося в марте 2009 года), то с учетом данных изменений среднемесячные приросты non-farm payrolls в 2009 и 2010 годах без количественного смягчения составили бы, по нашим расчетам, от -462 до -450 тыс. для 2009 года и 32-45 тыс. для 2010 года (в зависимости от границ вышепредставленной оценки ФРС). Фактические среднемесячные non-farm payrolls в 2009 и 2010 годах составили соответственно -422 тыс. и 76 тыс.

Применение статистики роста реального ВВП США с начала становления сохраняющейся до настоящего времени Ямайской валютной системы (т.е. с 1976 г.) и построение регрессионной зависимости темпов роста реального ВВП от среднемесячного числа non-farm payrolls позволяет говорить, что при отсутствии количественного смягчения (в терминах оценок ФРС его влияния на рынок труда) рост реального ВВП в 2009 году по модели оказался бы близким к фактическому (-2.6% год к году), а в 2010 году составил бы 1.9-2.0% при фактическом уровне в 3.1%. В нашем видении роста реального ВВП США в 2011 году в 2.6-2.9% разницу в 0.3% между границами диапазона можно отнести как раз на фактор отсутствия/продолжения политики количественного смягчения по завершении QE2.

Построение регрессионной зависимости среднегодового числа новых рабочих мест вне сельского хозяйства от темпов роста реального ВВП предполагает при нашем прогнозе роста ВВП на 2011 год (2.6-2.9%) **среднемесячный уровень роста non-farm payrolls в текущем году от 113 тыс. (при росте реального ВВП 2.6%) до 136 тыс. (при росте 2.9%).**

<sup>1</sup> [http://www.huffingtonpost.com/2010/11/18/federal-reserve-jobs\\_n\\_785294.html](http://www.huffingtonpost.com/2010/11/18/federal-reserve-jobs_n_785294.html)

ДИАГРАММА 9. ЗАВИСИМОСТЬ ГОДОВОГО ПРИРОСТА РЕАЛЬНОГО ВВП ОТ СРЕДНЕМЕСЯЧНОГО ПРИРОСТА NON-FARM PAYROLLS ЗА ГОД, 1976-2010, ГОДОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ

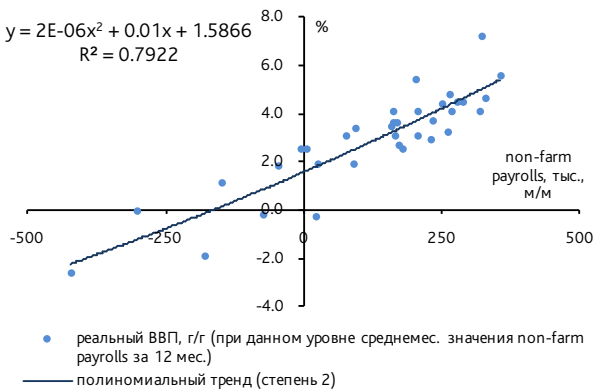
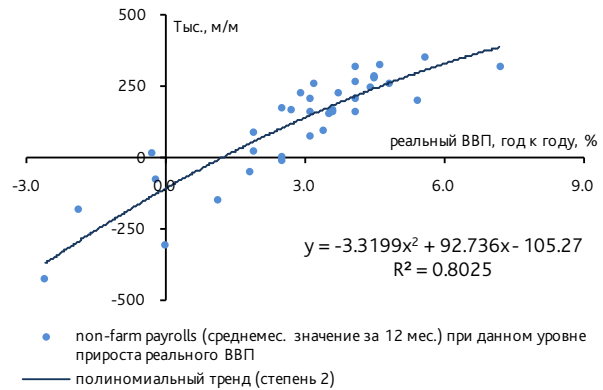


ДИАГРАММА 10. ЗАВИСИМОСТЬ СРЕДНЕМЕСЯЧНОГО ПРИРОСТА NON-FARM PAYROLLS ЗА ГОД ОТ ГОДОВОГО ПРИРОСТА РЕАЛЬНОГО ВВП, 1976-2010, ГОДОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.bls.gov>, <http://www.bea.gov>, расчеты НБ «Траст»    Источник: <http://www.bls.gov>, <http://www.bea.gov>, расчеты НБ «Траст»

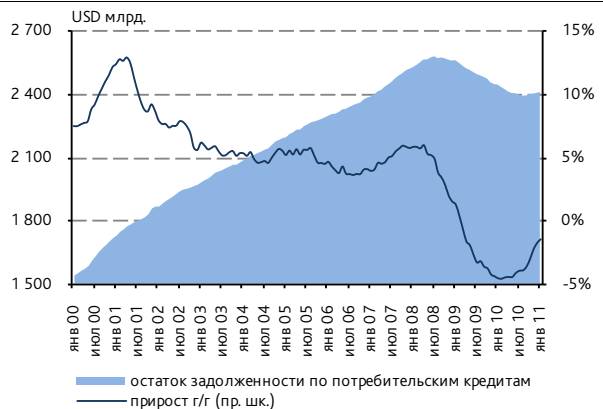
**Потребительские расходы как драйвер роста экономики – во власти медленного восстановления спроса на кредит**

Сохранение в 2011 году высокого уровня безработицы будет оставаться сдерживающим фактором для потребительских расходов и расширения кредитования. Годовые приросты розничных продаж в 2010 году по отношению к низкой базе 2009 года выглядят впечатляюще. С точки зрения прироста месяц к месяцу, средняя величина такового для розничных продаж в 2010 году составила +0.6%. Справочно: среднемесячный прирост остатка ссудной задолженности по портфелю потребительских кредитов за прошедший год составляет -0.1%, а в декабре и январе в терминах месяц к месяцу достиг 0.2%.

ДИАГРАММА 11. РОЗНИЧНЫЕ ПРОДАЖИ СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, ЯНВАРЬ 2000 – ФЕВРАЛЬ 2011



ДИАГРАММА 12. ОСТАТОК ССУДНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО ПОТРЕБИТЕЛЬСКИМ КРЕДИТАМ, ЯНВАРЬ 2000 – ЯНВАРЬ 2011

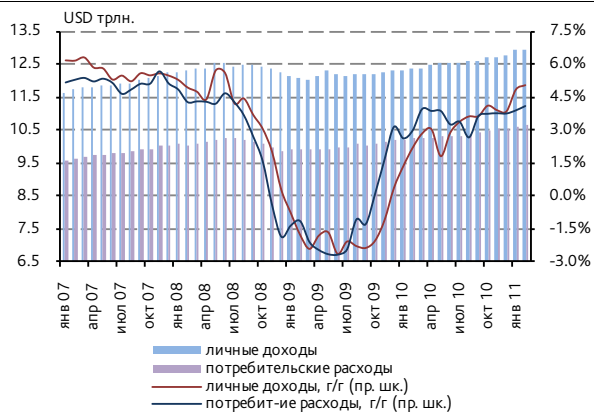


Источник: <http://www.census.gov>, расчеты НБ «Траст»

Источник: <http://www.federalreserve.gov>, расчеты НБ «Траст»

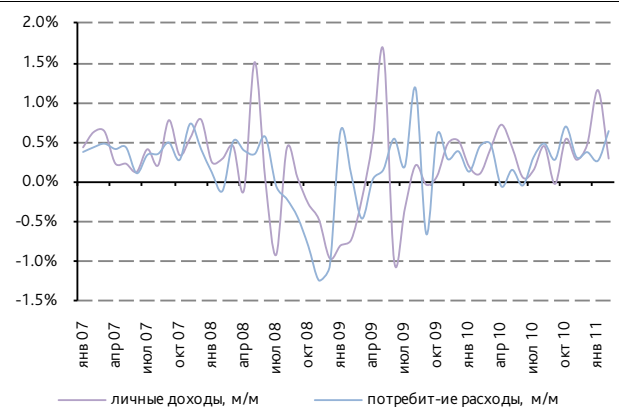
Мы не склонны рассматривать существующие темпы роста потребительского спроса и спроса на заемные ресурсы как достаточные для быстрого преодоления нынешних проблем в кредитной сфере, которые мы рассмотрим ниже. При этом сохраняющаяся и после сентября 2008 года тенденция к опережающему росту расходов (personal consumption expenditure) над доходами (personal income) позволяет говорить о сохранении традиционного потребительского поведения, предполагающего традиционное использование заемных ресурсов. Так, за период сентябрь 2008 – февраль 2011 года накопленный месячный прирост потребительских расходов составляет 4.3% против соответствующего показателя по доходам в 4.0%.

ДИАГРАММА 13. ЛИЧНЫЕ ДОХОДЫ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ РАСХОДЫ СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, ЯНВАРЬ 2007 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bea.gov>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 14. ЛИЧНЫЕ ДОХОДЫ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ РАСХОДЫ СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, МЕСЯЦ К МЕСЯЦУ, ЯНВАРЬ 2007 – ФЕВРАЛЬ 2011

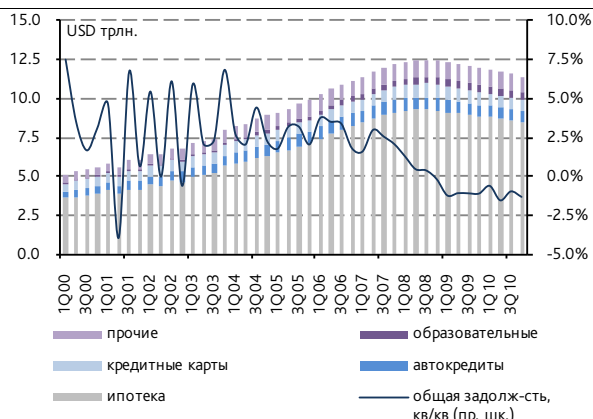


Источник: <http://www.bea.gov>, расчеты НБ «Траст»

Совокупная ссудная задолженность домохозяйств на конец 4 квартала 2010 года, по данным статистики ФРБ Нью-Йорка, составляет порядка USD11.43 трлн. Снижение данного показателя в квартальном исчислении имеет место девять кварталов подряд, без замедления его темпов. Сокращение объема ссудной задолженности домохозяйств в 4 квартале составило 1.3% к предыдущему, в 3 квартале – 0.9%, во 2 квартале – 1.5%.

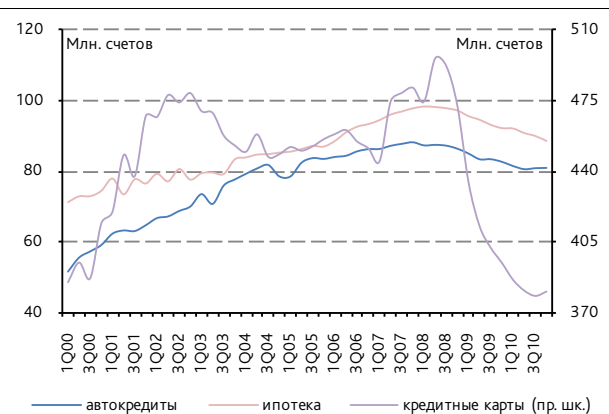
Основным драйвером этого процесса выступает сжатие портфеля ипотечных кредитов, на долю которых в 4 квартале приходится 73.9% всей задолженности. В то же время индикатором усиления потребительского спроса может служить рост числа карточных счетов в 4 квартале 2010 года (+0.6% к 3 кварталу). Однако данный спрос будет реализовываться преимущественно в товарах текущего потребления, а не в товарах длительного пользования.

ДИАГРАММА 15. ССУДНАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ДОМОХОЗЯЙСТВ И ЕЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПО ВИДАМ КРЕДИТОВ, 1 КВАРТАЛ 2000 – 4 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://www.newyorkfed.org>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 16. КОЛИЧЕСТВО ССУДНЫХ СЧЕТОВ ПО ОТДЕЛЬНЫМ ВИДАМ КРЕДИТОВ, 1 КВАРТАЛ 2000 – 4 КВАРТАЛ 2010



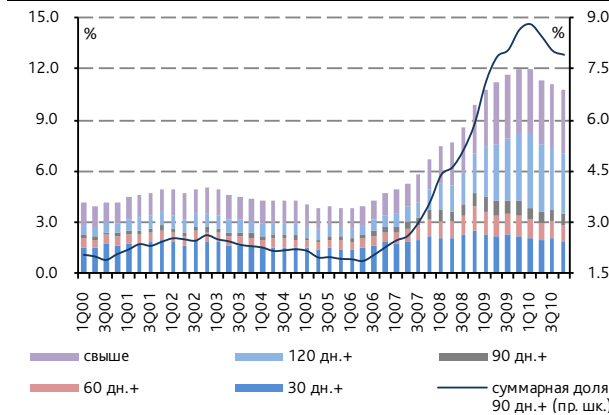
Источник: <http://www.newyorkfed.org>

Уровень просроченной задолженности по кредитам домохозяйств в квартальном разрезе демонстрирует снижение на протяжении всего 2010 года – с 11.98% в 4 квартале 2009 года до 10.79% в 4 квартале прошедшего. В отсутствие существенных темпов роста кредитного портфеля следует ожидать перераспределения просроченной задолженности – от просрочки с меньшим сроком неисполнения обязательств в пользу больших. На наш взгляд, сокращение доли просрочки «90 дней+» по портфелю кредитов домохозяйствам в 4 квартале (до 7.90% против 8.01% в 3 квартале) не станет тенденцией.

Одним из главных подтверждений в сохранении напряженной ситуации с розничным кредитованием и перспективами восстановления потребительского спроса является отсутствие выраженного снижения новой просроченной задолженности (т.е.

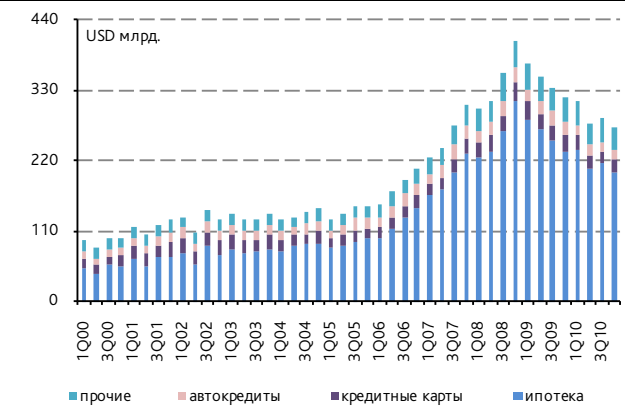
возникающей в данном отчетном периоде). В 2010 году ее среднеквартальный уровень составлял около 2.5% от общего ссудного портфеля кредитов домохозяйствам, в абсолютных величинах – порядка USD285 млрд.

ДИАГРАММА 17. ДОЛЯ ПРОСРОЧЕННЫХ КРЕДИТОВ ДОМОХОЗЯЙСТВАМ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ЗАДОЛЖЕННОСТИ В РАЗРЕЗЕ СРОКОВ ПРОСРОЧКИ, 1 КВАРТАЛ 2000 – 4 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://www.newyorkfed.org>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 18. НОВАЯ ПРОСРОЧЕННАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПО ВИДАМ КРЕДИТОВ, 1 КВАРТАЛ 2000 – 4 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://www.newyorkfed.org>

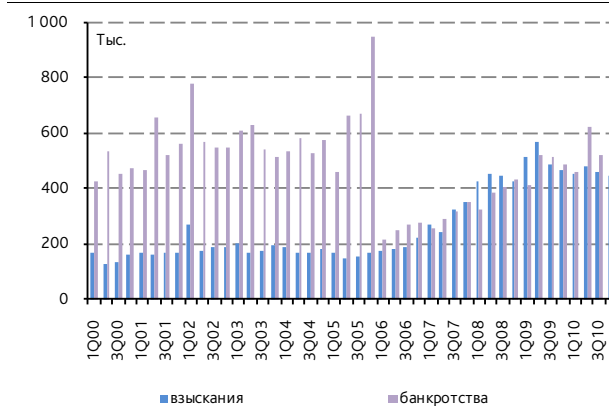
**Рынок жилья: препятствие к росту благосостояния домохозяйств**

Общая напряженная обстановка в сфере кредитования домохозяйств тесно связана с рынком жилья. Мы не считаем необходимым подробно останавливаться на этой проблеме, полагая, что общие тенденции в кредитовании домохозяйств и динамика цен на жилищном рынке в значительной степени подтверждают сложность нынешнего здесь положения.

Данные по ситуации с кредитованием иллюстрируют, что количество взысканий залогового имущества и банкротств по кредитам домохозяйств остается значительным (в 4 квартале 447.1 тыс. случаев взысканий залогов). Справедливо предположить, что общая тенденция в сфере кредитования присуща и рынку жилищных кредитов.

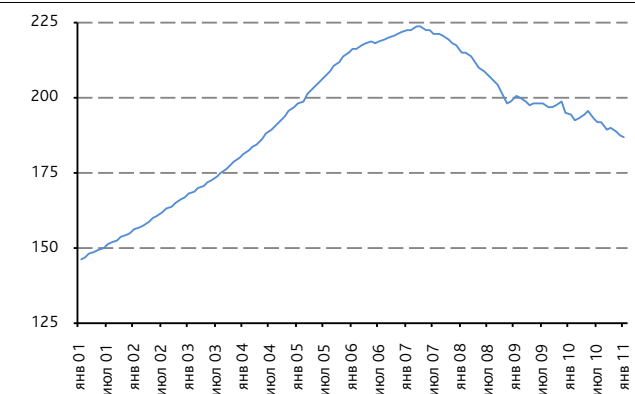
Удешевление жилья, иллюстрируемое индексом цен по завершённым сделкам (purchase-only index), является как следствием сокращения спроса на него (что подтверждается низким объемом продаж на рынке жилья), так и избыточным предложением недвижимости. Непрерывное снижение индекса наблюдается последние 15 месяцев – с сентября 2009 года.

ДИАГРАММА 19. КОЛИЧЕСТВО НОВЫХ ВЗЫСКАНИЙ И БАНКОТСТВ ПО КРЕДИТАМ ДОМОХОЗЯЙСТВАМ, 1 КВАРТАЛ 2000 – 4 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://www.newyorkfed.org>

ДИАГРАММА 20. ИНДЕКС ЦЕН НА ЖИЛЬЕ, ЯНВАРЬ 2001 – ЯНВАРЬ 2011, ДАННЫЕ НА НАЧАЛО МЕСЯЦА



Источник: <http://www.fhfa.gov>

Публикуемая статистика по продажам жилья предполагает сезонную корректировку, которая применяется к данным в годовом исчислении. Так, количество проданных домов за месяц умножается на число месяцев в году, а корректировка применяется к полученной величине, что у многих участников рынка вызывает ложное понимание объемов жилищного рынка США. На диаграмме ниже приводятся данные по продажам жилья на первичном и вторичном рынках, без применения к ним сезонных корректировок.

ДИАГРАММА 21. ПРОДАЖИ НА ПЕРВИЧНОМ И ВТОРИЧНОМ РЫНКАХ ЖИЛЬЯ (СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ ДАННЫЕ В ГОДОВОМ ИСЧИСЛЕНИИ), ЯНВАРЬ 2001 – ФЕВРАЛЬ 2011

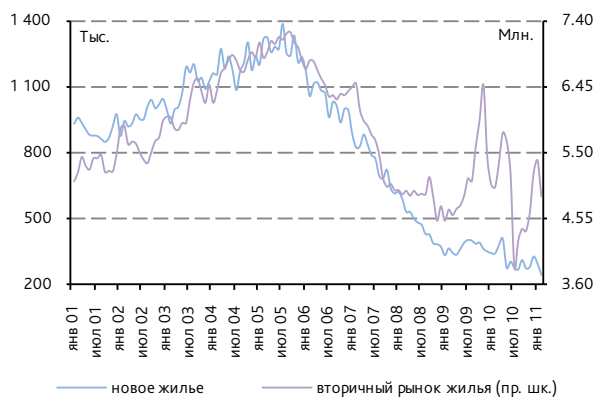
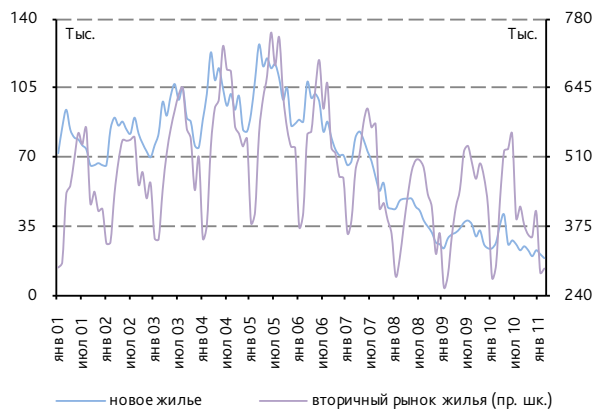


ДИАГРАММА 22. НЕСКОРРЕКТИРОВАННЫЕ ДАННЫЕ ПО ПРОДАЖАМ НА ПЕРВИЧНОМ И ВТОРИЧНОМ РЫНКАХ ЖИЛЬЯ, ЯНВАРЬ 2001 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.census.gov>, <http://www.realtor.org>

Источник: <http://www.census.gov>, <http://www.realtor.org>, Bloomberg

В течение всего 2011 года мы ожидаем сохранения избыточного предложения на рынке жилья в связи с сохранением высоких уровней взысканий по жилищным кредитам, что в свою очередь продолжит поддерживать «навес» данного залогового предложения в общем предложении домов. Низкие цены на жилье, таким образом, продолжают деструктивно воздействовать на благосостояние домохозяйств и их потребительскую способность.

**Инфляция издержек – не главный сценарий роста инфляции**

При анализе перспектив ускорения инфляции в США в последнее время существенное внимание уделяется фактору удорожания сырьевых товаров (в частности – энергоносителей). Рост цен на энергоносители в последние месяцы действительно отразился в издержках производителей, равно как и внес основной вклад в рост цен импорта в США в декабре 2010 – феврале 2011 г. В феврале цены производителей выросли на 5.78% в годовом исчислении при увеличении базового уровня (без учета продовольствия и энергоносителей) на 1.85%.

ДИАГРАММА 23. ИНДЕКСЫ ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ПО ЗАВЕРШЕННЫМ ПРОИЗВОДСТВОМ ТОВАРАМ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2000 – ФЕВРАЛЬ 2011

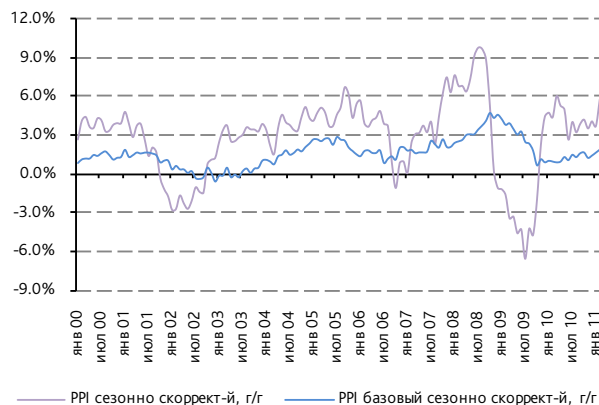
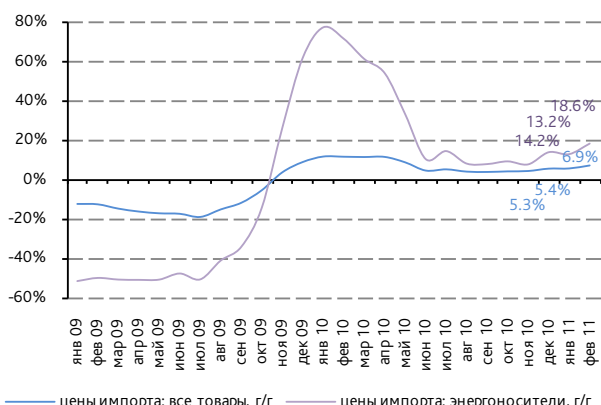


ДИАГРАММА 24. ЦЕНОВЫЕ ИНДЕКСЫ ИМПОРТА: ПО ВСЕМ ТОВАРАМ И ЭНЕРГОНОСИТЕЛЯМ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2009 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

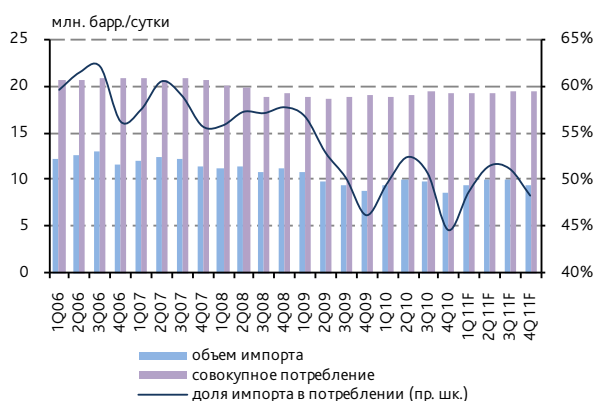
Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

В то же время мы видим ряд контраргументов в отношении сценария существенного вклада роста цен на энергоносители в ускорение инфляции в США.

- прогнозы потребления нефти в США на 2011-2012 гг. не предполагают существенного роста физических объемов потребления. Соответственно, сильного увеличения импорта в этой связи также не ожидается.

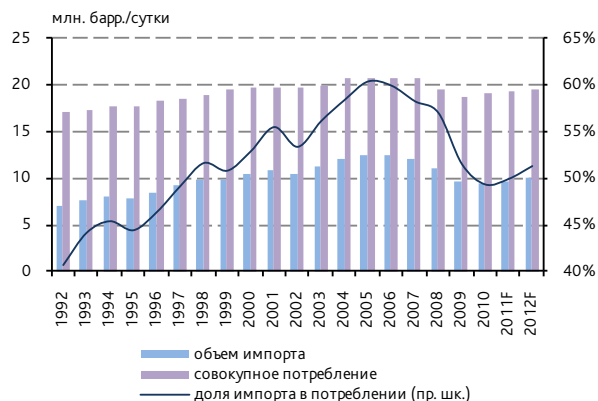
Согласно февральскому краткосрочному прогнозу<sup>1</sup> ситуации в энергетической сфере Агентства по информации в сфере энергетики США, по итогам 2011 года годовой прирост потребления нефти/нефтепродуктов в США составит 0.8% против 1.9% в 2010 году. При этом доля импорта энергоносителей в потреблении вырастет до 49.9% (с 49.3% в 2010 году) – увеличение едва следует считать существенным в контексте снижения этой доли в последние пять лет с уровня 60.3%.

ДИАГРАММА 25. СРЕДНЕСУТОЧНЫЕ ПОТРЕБЛЕНИЕ И ИМПОРТ ЖИДКОГО ТОПЛИВА (НЕФТЬ И НЕФТЕПРОДУКТЫ) В США, 2006-2011Г, КВАРТАЛЬНЫЕ ДАННЫЕ



Источник: <http://www.eia.gov>, расчеты НБ «Траст»

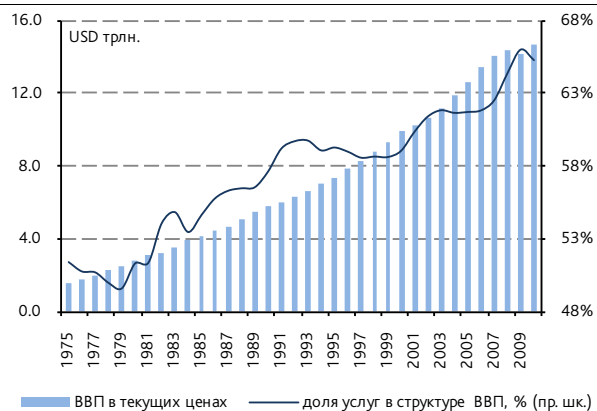
ДИАГРАММА 26. СРЕДНЕСУТОЧНЫЕ ПОТРЕБЛЕНИЕ И ИМПОРТ ЖИДКОГО ТОПЛИВА (НЕФТЬ И НЕФТЕПРОДУКТЫ) В США, 1992-2012Г, ГОДОВЫЕ ДАННЫЕ



Источник: <http://www.eia.gov>, расчеты НБ «Траст»

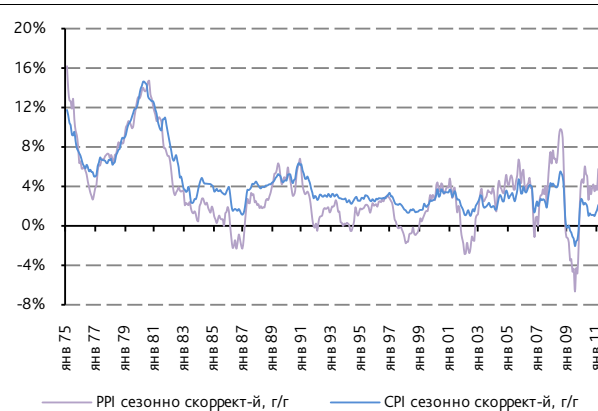
- преобладание в структуре ВВП США, как постиндустриальной экономики, доли услуг. Меньшая доля продукции промышленного производства, являющегося ключевым потребителем энергоносителей, рассматривается нами в качестве одного из центральных факторов, обуславливающих опережающую динамику PPI в сравнении с CPI.

ДИАГРАММА 27. ДИНАМИКА ВВП США И ДОЛИ УСЛУГ В СТРУКТУРЕ ВВП, 1975-2010, ГОДОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.bea.gov>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 28. ИНДЕКСЫ ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 1975 – ФЕВРАЛЬ 2011



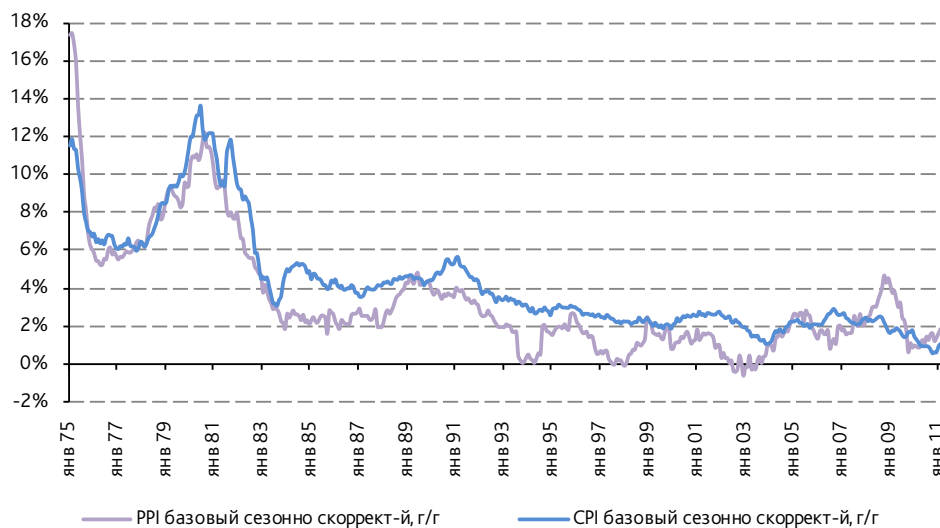
Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

<sup>1</sup> <http://www.eia.gov/emeu/steo/pub/outlook.html>

По итогам 2010 года доля конечной стоимости услуг в структуре ВВП США составила 65.3%. Исторический максимум по данному показателю имел место годом ранее – 66.0%. С начала 2000-х годов лишь в 34% случаев статистических наблюдений за ценами в США, статистика по которым является ежемесячной, потребительские цены опережали цены производителей.

Ситуация с базовой инфляцией, очищенной от волатильных цен на энергоносители и продукты питания, большую часть обозначенного периода отражает более типичную ситуацию превышения потребительских цен над ценами производителей, однако и здесь с февраля 2008 по сентябрь 2009, а также с мая 2010 года наблюдается опережающий рост цен производителей.

ДИАГРАММА 29. БАЗОВЫЕ ИНДЕКСЫ ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 1975 – ФЕВРАЛЬ 2011

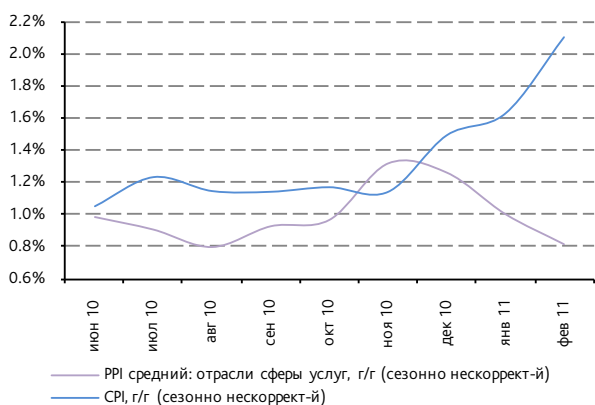


Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

Таким образом, рост цен на энергоносители затрагивает не самую большую часть производителей, что, соответственно, не дает оснований ожидать всеобъемлющего повышения издержек по всем отраслям экономики. Рассчитанные нами средние изменения цен производителей услуг (по 28 непромышленным отраслям) за период с июня 2010 по февраль 2011 года не опережают потребительские цены. Короткий временной промежуток расчета здесь обуславливается недолгой историей статистики по индексам цен производителей в разрезе отраслей. В феврале средняя производственная инфляция по отраслям сферы услуг составила 0.82% в годовом исчислении (данные представляются статистическим ведомством без сезонной корректировки), тогда как рост сезонно не скорректированного индекса потребительских цен составил 2.11%.

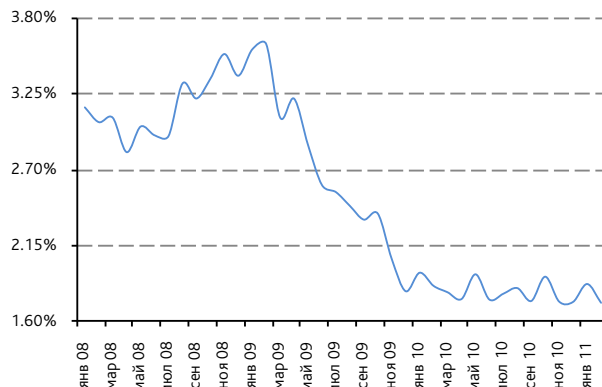
В качестве второго ключевого аспекта, нивелирующего инфляционные ожидания, мы видим по-прежнему ограниченную возможность производителей к перекладыванию издержек на домохозяйства из-за сохраняющейся слабости потребительского спроса. В качестве опережающего индикатора ускорения инфляции мы ставим во главу угла сторону спроса – а именно наблюдение за динамикой оплаты труда в частном секторе. Устойчивый рост показателя, который будет иметь следствием расширение потребления, и позволит обоснованно говорить о риске ускорения инфляции. Пока же ускорения роста заработных плат в экономике нет – в феврале прирост показателя вновь замедлился до 1.73% в годовом исчислении против 1.87% в январе. Собственно, февральское значение оказалось ниже среднемесячного уровня прироста за последние 12 месяцев (1.81%).

ДИАГРАММА 30. ИНДЕКС ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ, РАССЧИТАННЫЙ ДЛЯ ОТРАСЛЕЙ СФЕРЫ УСЛУГ, И ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН – СЕЗОННО НЕ СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, ГОД К ГОДУ, ИЮНЬ 2010 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

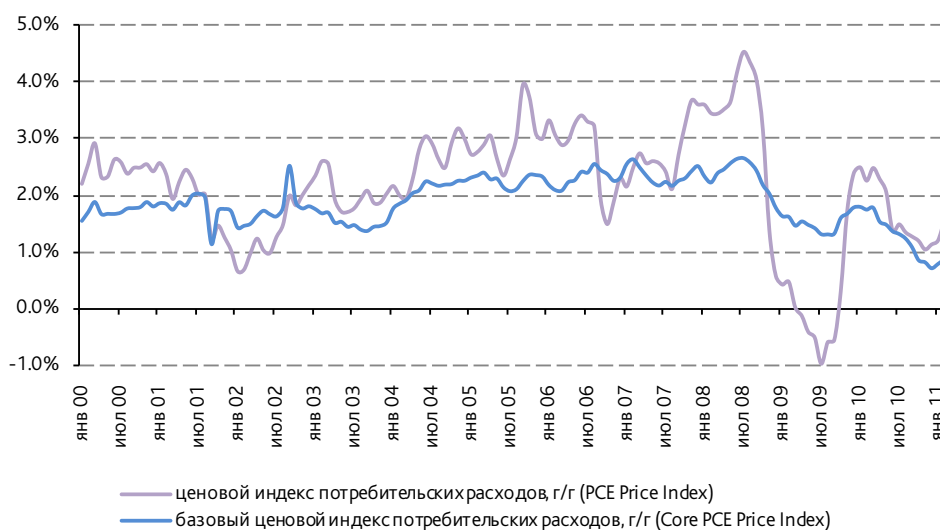
ДИАГРАММА 31. ПРИРОСТ СРЕДНЕЧАСОВОЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ В ЧАСТНОМ СЕКТОРЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

Динамика восстановления экономики США, с учетом вышеперечисленных проблемных аспектов и невозможности их быстрого разрешения, не позволяет ожидать существенного ускорения роста цен в 2011 году. Мы рассматриваем прогнозные уровни ФРС по инфляции на текущий год, обнародованные в протоколе<sup>1</sup> по итогам заседания 25-26 января, в терминах ценового индекса потребительских расходов (PCE Price Index, на уровне 1.3-1.7%) и соответствующего базового ценового индекса (Core PCE Price Index, на уровне 1.0-1.3%) адекватными нашему видению развития ситуации. В феврале их увеличение в годовом исчислении составило 1.57% в терминах PCE Price Index и 0.88% по соответствующему базовому показателю.

ДИАГРАММА 32. ЦЕНОВОЙ И БАЗОВЫЙ ЦЕНОВОЙ ИНДЕКСЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ РАСХОДОВ СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2000 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/fomcminutes20110126.pdf>

## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: ОСНОВАНИЙ ДЛЯ РОСТА СТАВОК НЕТ

### Ставка Fed Funds в 2011 году обречена остаться низкой...

Незыблемым на текущем этапе и в гораздо меньшей степени критикуемым в сравнении с выкупом UST действием ФРС в отношении монетарной политики является сохранение формально ключевого индикатора стоимости долларového фондирования – ставки Fed Funds – на низком уровне и «гарантирование исключительно низкого уровня ставки в течение неопределенно длительного периода времени». В то же время ФРС в анализе экономической ситуации неоднократно отмечала, что располагает инструментами выхода из состояния стимулирующей монетарной политики.

В данных высказываниях регулятор в существенной степени подразумевает инструменты, набор которых был озвучен еще в начале 2010 года в выступлении<sup>1</sup> Б. Бернанке перед комитетом по финансовым операциям Конгресса. В частности, это:

- начисление процентов на резервы банков в ФРС;
- проведение депозитных аукционов (Term Deposit Facility), предполагающих размещение банками резервов на срочные депозиты без возможности их досрочного прекращения;
- операции обратного РЕПО с ФРС, предполагающие привлечение регулятором средств банков (с их отвлечением из резервов банков в ФРС) под залог ценных бумаг на его балансе;
- возможность сокращения баланса ФРС за счет продажи ценных бумаг, что будет иметь следствием снижение резервов банков.

В начале 2010 года регулятор также не исключал ужесточения монетарной политики вследствие роста экономики и ускорения инфляции, и рассматривал в качестве объекта приложения данного ужесточения резервы банков. Направлениями же реализации ужесточения ФРС видел:

- собственно, саму вышеупомянутую продажу/погашение бумаг, находящихся на его балансе. Данное возможное направление впоследствии было полностью нивелировано политикой несокращения баланса ФРС / дальнейшим выкупом активов в виде UST;
- адаптацию уже перечисленного ряда инструментов, направленных на «высушивание резервов» (draining reserves) – с тем, чтобы в случае разгона инфляции располагать работающими механизмами устранения избытка ликвидности на денежном рынке (как фактора давления на ставки) и нивелировать рост инфляции за счет «оживления» ставки Fed Funds.

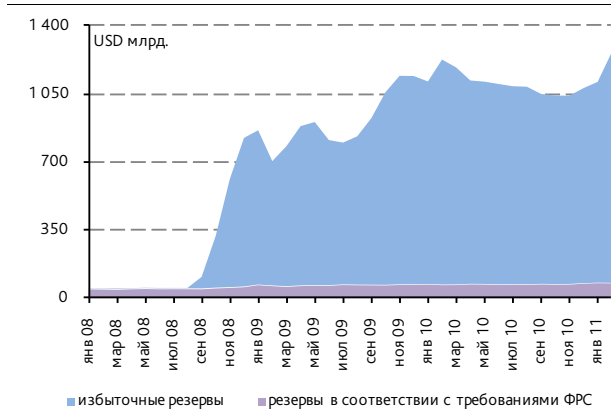
Продолжение политики расширения баланса ФРС и реализация QE2 существенно повысили роль первого из обозначенных выше инструментов – начисления процентов на резервы банков в ФРС. Собственно, с увеличением объемов ценных бумаг на балансе ФРС мы видим смену парадигмы использования названного инструмента. **Сейчас начисление процентов на резервы банков направлено не только на сдерживание предложения резервов банками друг другу, но и на сохранение данной статьи в пассиве баланса ФРС устойчивой. Этот фактор весьма важен в свете реализуемой политики несокращения баланса регулятора – поскольку в противном случае замещать его придется эмиссией денег.**

Сама же ситуация роста избыточных резервов коммерческих банков в ФРС (т.е. резервов сверх обязательных в соответствии с регулированием ФРС) явилась следствием беспрецедентных мер монетарных властей США по предоставлению ликвидности финансовым институтам. Начало этому было положено в сентябре 2008 года – буквально сразу после краха Lehman Brothers и обострения проблем с системообразующими ипотечными и страховыми корпорациями.

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm>

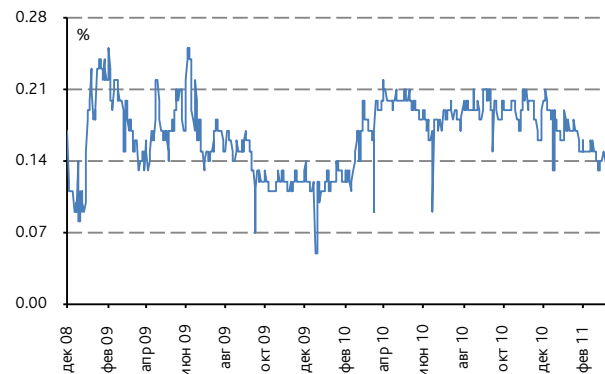
На конец февраля 2011 года избыточные резервы коммерческих банков в ФРС превышали USD1,190 млрд. при требуемых USD72.3 млрд. При этом относительно первого месяца реализации QE2 – ноября 2010 года – они выросли на USD219.3 млрд. Что касается ставки Fed Funds, то ее последнее снижение было предпринято 16 декабря 2008 года с установлением целевого уровня в диапазоне 0.0-0.25%. С начала текущего года фактическая ставка овернайт Fed Funds effective колеблется в диапазоне 0.13-0.18%.

ДИАГРАММА 33. СОВОКУПНЫЙ ОБЪЕМ РЕЗЕРВОВ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ И ИХ СТРУКТУРА, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.federalreserve.gov>

ДИАГРАММА 34. СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТАВКА ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ РЕЗЕРВОВ БАНКАМИ В ОВЕРНАЙТ FED FUNDS EFFECTIVE СО ВРЕМЕНИ УСТАНОВЛЕНИЯ ЦЕЛЕВОГО ДИАПАЗОНА ПО СТАВКЕ 0-0.25%



Источник: <http://www.federalreserve.gov>

Содержательно Fed Funds rate является ставкой, по которой банки ссужают друг другу резервы, находящиеся в ФРС (а точнее – в федеральных резервных банках) – регулятор именно ее и таргетирует. Хотя формально Fed Funds и рассматривается как ориентир для ставок денежного рынка, фактически назвать его таковым уже сложно – вследствие практически нулевого уровня и, собственно, тех изменений традиционной монетарной политики США, которые принес сентябрь 2008 года. В числе таких изменений и отмеченный беспрецедентный рост объема банковских резервов (с адаптацией инструментов их «высушивания»), и покупки ФРС активов в виде различных ценных бумаг на свой баланс.

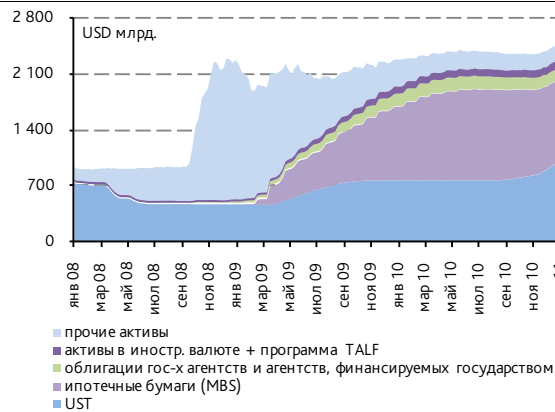
В целом же снижение эффективности Fed Funds, как ключевого индикатора для краткосрочных ставок, в связи с вышеописанными структурными изменениями монетарной политики признавалось<sup>1</sup> в начале 2010 года и самой ФРС. Однако это не значит, что гипотетические вербальные проявления намерений ФРС принять решение относительно повышения ставки Fed Funds не способны взбудоражить рынки и «сложить» существующий аппетит к риску.

Сохранение ценности инструмента для рынка определяется наличием ликвидного фьючерсного рынка с базовым активом в виде значения фактической ставки по сделкам между банками – Fed Funds effective. Динамика цен контрактов с различными сроками исполнения позволяет судить об ожиданиях участников рынка по уровню ставки – и, собственно, относительно изменений в части проводимой монетарной политики.

В подтверждение и дополнение вышеозвученных мыслей мы приводим иллюстрации укрупненной структуры активной и пассивной сторон баланса центробанка США. Регулятор публикует данные по балансу на еженедельной основе – на предпоследнюю неделю марта его объем составил USD2.642 трлн.

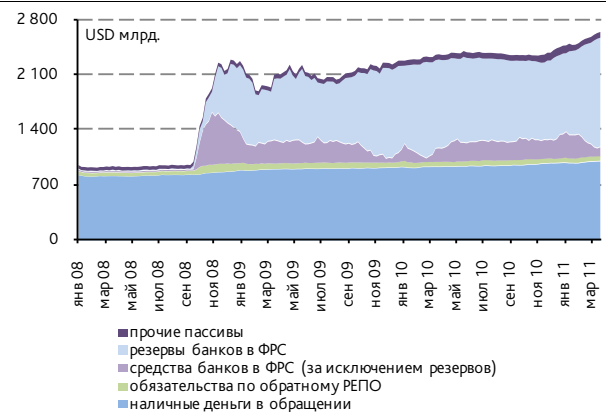
<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm>

ДИАГРАММА 35. СТРУКТУРА АКТИВНОЙ ЧАСТИ БАЛАНСА ФРС: УКРУПНЕННЫЕ СТАТЬИ, ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ (НА 24.03.2011)



Источник: <http://www.federalreserve.gov>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 36. СТРУКТУРА ПАССИВНОЙ ЧАСТИ БАЛАНСА ФРС: УКРУПНЕННЫЕ СТАТЬИ, ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ (НА 24.03.2011)



Источник: <http://www.federalreserve.gov>, расчеты НБ «Траст»

Из них на активной стороне баланса около 47% приходится на вложения в UST, более 37% – в ипотечные ценные бумаги, порядка 7% – в бумаги федеральных агентств и агентств, финансируемых федеральными властями. Совокупная доля названных ценных бумаг в активах баланса ФРС составляет порядка 90%. Называть данную долю избыточной – весомых оснований нет. На начало 2008 года на ценные бумаги приходилось около 80% активов баланса ФРС. Правда, тогда они были представлены только казначейскими облигациями США.

**По мере выбытия агентских бумаг с баланса ФРС вследствие их продажи/погашения, мы ожидаем, что регулятор сохранит политику реинвестирования возникающих в этой связи денежных поступлений в UST – мы видим в этом основное содержание QE3, т.е. следующего этапа сохранения монетарных стимулов по завершении QE2 в июне 2011 года.**

На стороне пассива баланса центробанка ключевые статьи сводятся к наличным деньгам в обращении (около 39%) и, собственно, резервам депозитных институтов (коммерческих банков) в ФРС – с долей свыше 49%.

История изменений ставки ФРС показывает, что регулятор в различные периоды времени регулировал ее несколькими разными инструментами. Так, примерно с конца 1980-х по первую половину 1990-х годов ФРС таргетировала фактическую ставку овернайт Fed Funds effective путем изменения предложения резервов через операции на открытом рынке. Снижение ставки обеспечивалось покупкой госбумаг на баланс ФРС, повышение – продажей.

С середины 1990-х годов ФРС перешла к вербальным интервенциям – объявление регулятором целевого уровня по ставке приводило к подтягиванию фактического овернайт к озвученной «цели», без необходимости совершения операций на открытом рынке. После краха Lehman Brothers объемы предоставляемой финансовой системе ликвидности были таковы, что ФРС оказалась не способна стерилизовать влияние кредитования банков на банковские резервы через продажу UST. Собственно, простое вербальное повышение ставки Fed Funds при существующих объемах банковских резервов не представляется возможным.

Мы видим два способа преодоления данной ситуации. Первый заключается в разгрузке баланса ФРС. Однако даже при отходе ФРС от текущей концепции несокращения баланса возможности его реализации в условиях сохраняющейся слабости экономики сжаты – продажа UST в рынок вызовет рост доходностей и, соответственно, общего уровня реальных ставок в экономике. А продажа агентских бумаг, подобная обнародованному в конце марта решению<sup>1</sup> Минфина США «разгрузить» в рынок принадлежащий ей портфель ипотечных ценных бумаг (MBS – mortgage-backed securities), не выглядит вероятной вследствие ряда факторов. Во-первых, это ожидаемое нами продолжение монетарных стимулов за счет реинвестирования поступлений от агентских бумаг, отмеченное выше.

<sup>1</sup> <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1111.aspx>

Во-вторых, объемы агентских бумаг на балансе ФРС значительны (на конец марта это около USD945 млрд. MBS и порядка USD140 млрд. бумаг федеральных агентств), и продажа данного объема MBS в рынок способна существенно пошатнуть рынок этих бумаг, а также негативно повлиять на первичные ставки по ипотеке. Собственно, именно в этой связи Минфин США планирует распродавать свой значительно меньший по объему портфель (USD142 млрд.) с темпом порядка лишь USD10 млрд. в месяц.

Второй путь – повышение ставки, начисляемой на резервы банков. Конгресс законодательно наделил ФРС правом начислять проценты на резервы банков в октябре 2008 года. С декабря 2008 года, с установлением диапазона ставки Fed Funds на уровне 0.0-0.25%, ставка, начисляемая на требуемые и избыточные резервы банков, составляет 0.25%. Суть инструмента в том, что предложение ставки по резервам выше рыночного уровня позволит отвлечь ликвидность и тем самым ограничит объем предложения резервов на рынке Fed Funds. Это должно способствовать росту спроса на ликвидность (резервы) и, соответственно, – повышению фактической ставки овернайт Fed Funds effective. Однако повышение ставки на резервы при их значительном объеме предполагает существенные выплаты по данным ресурсам – соответственно, это даст банкам нежелательный, в условиях сохраняющейся слабости спроса на кредит со стороны экономики, дополнительный приток ликвидности.

В последних выступлениях<sup>1</sup> Б. Бернанке говорилось о возможности использования данных инструментов для «выхода» из состояния мягкой монетарной политики. Однако пока мы видим в этих заявлениях лишь желание регулятора показать наличие возможности реализации exit strategy – ибо оставлять рынки без каких-либо стимулов по завершении QE2 чревато как для экономики, так и для самой ФРС при нынешних объемах ее баланса. В то же время разумно ожидать, что рано или поздно ФРС начнет возрождать роль традиционных инструментов регулирования. И в коротких ставках данное движение как раз может начаться с повышения ставки, начисляемой на резервы банков. Вопрос же о времени возврата к регулированию краткосрочных ставок через Fed Funds относится к разряду мировоззренческих. Мы считаем, что скорое повышение ставки Fed Funds в условиях имевших место структурных преобразований, приведших к сильнейшему росту банковских резервов, невозможно – и увидеть его в 2011 году не суждено. Соответственно, текущий год рынки проведут с уровнем ставки 0.25% в терминах верхней границы действующего целевого диапазона.

### История всплесков долларовых ставок на межбанке в 2010 году или фактор Греции

Снижение ставки Fed Funds и избыточные резервы банков способствовали снижению ставок денежного рынка. Так, долларовой Libor в терминах 3-месячной ставки уже к сентябрю 2009 года снизился до уровня 0.3%, который сохраняется и в настоящее время. Локальный всплеск долларовых ставок имел место в апреле-июне 2010 года – однако причиной этому послужили исключительно внешние факторы в виде пикового обострения долговых проблем Греции. Выросший спрос на долларовую ликвидность со стороны банков еврозоны не мог быть удовлетворен со стороны ЕЦБ, в связи с чем он вылился на рынок МБК и спровоцировал рост USD-ставок.

Данный спрос на доллары удовлетворялся в том числе за счет их предоставления через механизм своповых линий, установленных<sup>2</sup> между ФРС и основными центробанками. В ходе трех аукционов в мае 2010 года ЕЦБ обеспечил коммерческие банки USD15.6 млрд., привлеченными от ФРС в рамках операций «валютный своп».

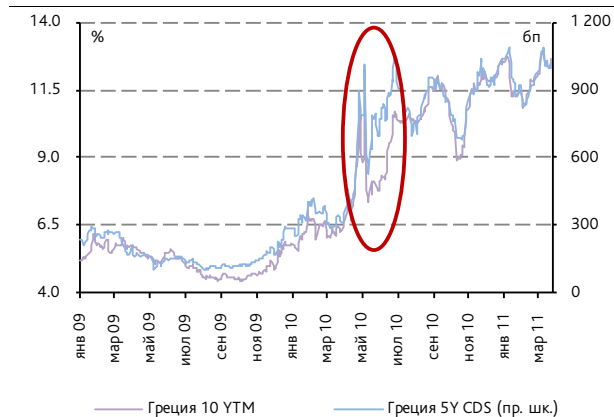
Таким образом, **не видя драйверов роста долларовых ставок денежного рынка внутри США, в 2011 году мы не ожидаем и повышающего воздействия со стороны внешних рынков.** Это как раз обуславливается наличием соглашений<sup>3</sup> с ключевыми центробанками (ЕЦБ, Банком Англии, Банком Японии, Национальным банком Швейцарии и Банком Канады) о предоставлении, при необходимости, долларов в рамках валютных свопов. В соответствии с соглашениями, лимит предоставления американской валюты установлен только для Банка Канады (USD30 млрд.), для остальных центробанков он не ограничен и определяется потребностями национальных банковских систем.

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110301a.htm>

<sup>2</sup> [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_liquidityswaps.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm)

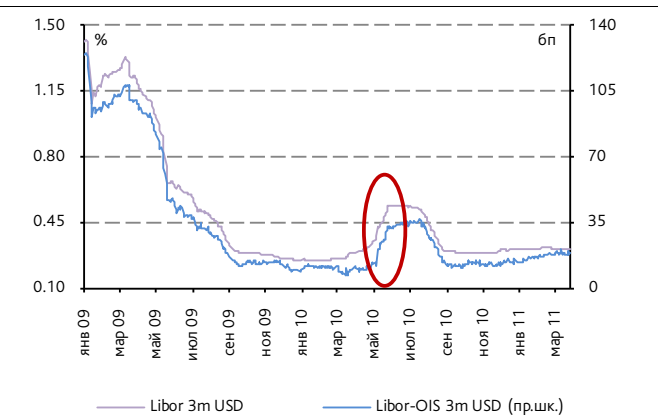
<sup>3</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101221a.htm>

ДИАГРАММА 37. ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ СУВЕРЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ГРЕЦИИ И СТОИМОСТЬ 5-ЛЕТН. СТРАНОВОГО CDS, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011



Источник: Reuters

ДИАГРАММА 38. ДИНАМИКА ТРЕХМЕСЯЧНОЙ СТАВКИ LIBOR USD И СПРЕДА LIBOR-OIS, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011



Источник: Reuters

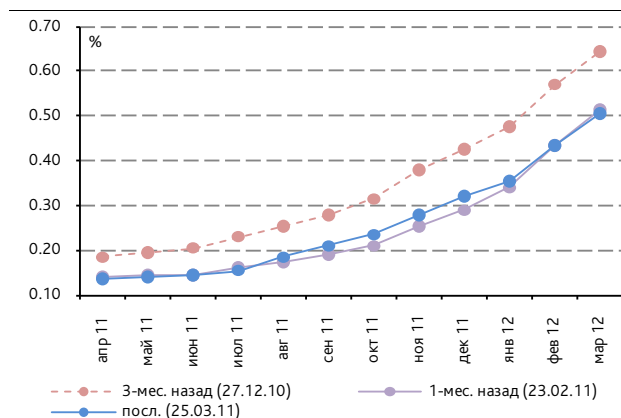
Соглашение о своповых линиях между ФРС и центробанками было пролонгировано до 1 августа 2011 года, после чего, собственно, ожидать иного исхода, кроме как дальнейшей пролонгации, оснований нет. Соответственно, сохраняющиеся долговые риски со стороны еврозоны, в случае их реализации, едва ли способны вызвать повторение ситуации апреля-июня 2010 года в долларовых ставках денежного рынка.

**Взгляд на долларový money market-2011**

Реакцией на рост инфляционных ожиданий в США, вследствие положительных статистических данных с конца 2010 года по экономике, стали заметные снижения котировок фьючерсов на ставки денежного рынка, отражающие усиление ожиданий повышения ставок у участников рынка. Ниже приведены фьючерсные кривые по контрактам 30-Day Federal Funds, базовым активом по которым является среднее за период значение ставки овернайт – Federal Funds effective.

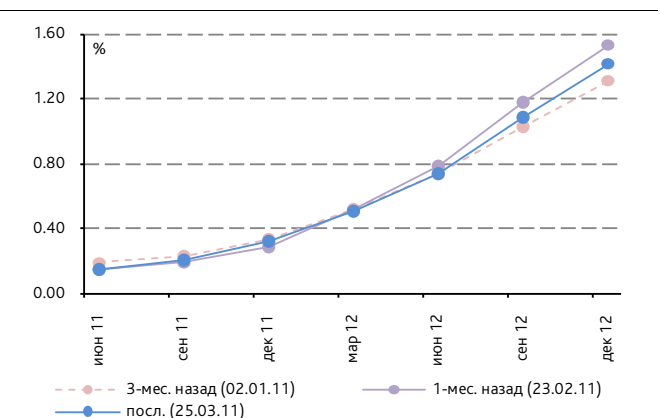
Собственно, взгляд рынка на конец марта сводится к ожиданию выхода фактической ставки по предоставлению банками друг другу резервов, находящихся в ФРС, на условиях овернайт, к верхней границе целевого диапазона 0.0-0.25% в течение 6-7 месяцев. Это эквивалентно ожиданию повышения ставки Fed Funds через данный период времени. Впрочем, исторические наблюдения за рынком срочных контрактов 30-Day Federal Funds позволяют воспринимать подобные временные оценки весьма условно – особенно с учетом отсутствия четкого позитивного характера статистики по экономике, определяющего высокую волатильность настроений инвесторов.

ДИАГРАММА 39. ФЬУЧЕРСНАЯ КРИВАЯ 30-DAY FEDERAL FUNDS FUTURES, КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ В АПРЕЛЕ 2011 – МАРТЕ 2012



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

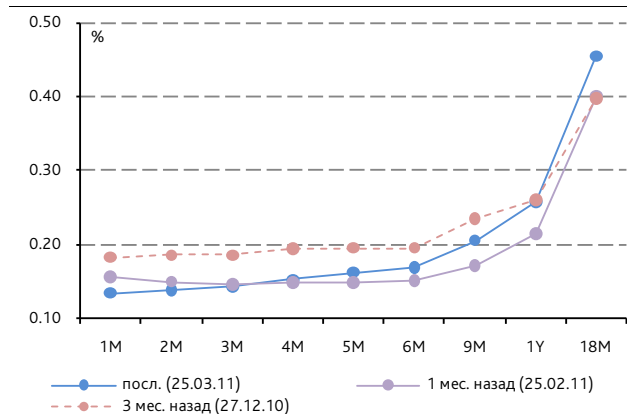
ДИАГРАММА 40. ФЬУЧЕРСНАЯ КРИВАЯ 30-DAY FEDERAL FUNDS FUTURES: КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ В ПОСЛЕДНИЕ МЕСЯЦЫ КВАРТАЛОВ, ИЮНЬ 2011 – ДЕКАБРЬ 2012



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

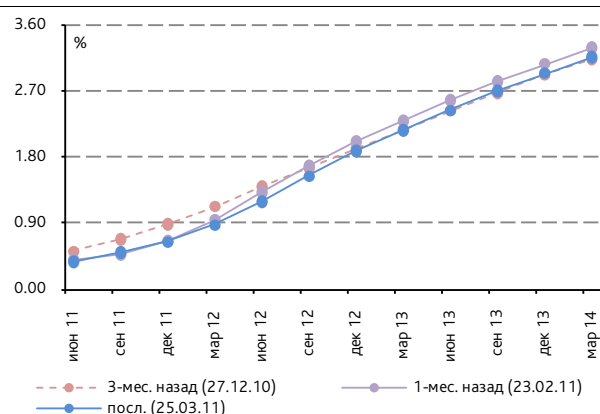
Кривая ставок по свопам на индекс овернайт указывает на ожидание участниками повышения ставки не ранее, чем через 12 месяцев. Собственно, текущее положение фьючерсной кривой по контрактам Eurodollar Futures (отражающих ожидания по уровню 3-месячной ставки Libor USD), снизившейся относительно положения один и три месяца назад, указывает на снижение инфляционных ожиданий и их роли в ценообразовании контрактов на последнюю дату построения кривой.

ДИАГРАММА 41. USD-КРИВАЯ СВОПОВ НА ИНДЕКС ОВЕРНАЙТ (OIS), СРОКИ 1-18 МЕСЯЦЕВ



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 42. ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ EURODOLLAR FUTURES, КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ В ПЕРИОД ИЮНЬ 2011 – МАРТ 2014



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

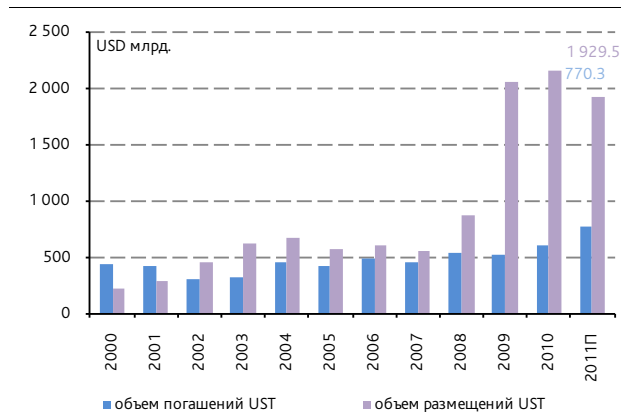
Дополняя озвученное выше видение по ставке Fed Funds, мы не ожидаем увидеть существенного увеличения ставок денежного рынка в 2011 году относительно текущих уровней. По 3-месячному Libor USD наш прогноз – не более 0.4% на конец 2011 года.

## ДОЛГОВОЙ РЫНОК: «ВЗЛЕТ» ДОХОДНОСТЕЙ UST – СЦЕНАРИЙ МАЛОВЕРОЯТНЫЙ

### Объем заимствований через эмиссию UST в 2011 году останется высоким

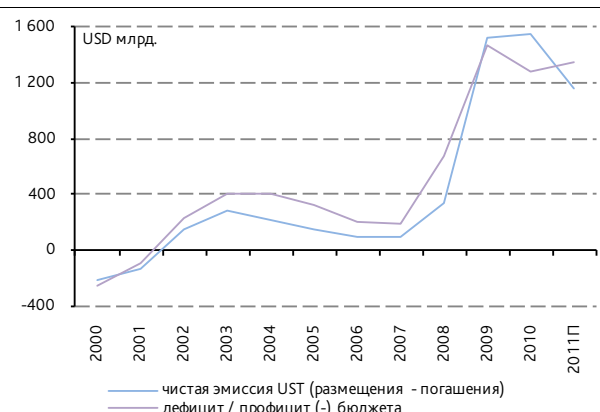
В 2002 году сбалансированность бюджетной политики в США вновь исчезла, вместе с тем в последующие годы существенного расширения эмиссии суверенного долга рынок не увидел. Однако расходы на стимулирование национальной экономики в его различных формах (поддержка финансовых институтов, рынка жилья и пр.) наряду с утратой экономического роста привели к существенному расширению бюджетного дефицита и, как следствие, объема заимствований через эмиссию UST, составившего USD2.05 трлн. в 2009 г. и USD2.16 трлн. в 2010 г.

ДИАГРАММА 43. ОБЪЕМЫ ЭМИССИИ И ПОГАШЕНИЙ UST, 2000-2011 КАЛЕНДАРНЫЕ ГОДЫ



Источник: <http://www.treasurydirect.gov>, Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 44. СОПОСТАВЛЕНИЕ ИСПОЛНЕНИЯ БЮДЖЕТА И ЧИСТОЙ ЭМИССИИ UST, 2000-2011 КАЛЕНДАРНЫЕ ГОДЫ



Источник: <http://www.treasurydirect.gov>, <http://www.fms.treas.gov>, <http://www.cbo.gov>, расчеты НБ «Траст»

**Предел заимствований через эмиссию UST в 2011 году видится нам на уровне USD1.93 трлн.** В расчете объема эмиссии UST мы преимущественно опираемся на прогноз дефицита бюджета США на 2011-2012 гг. из материалов<sup>1</sup> US Congressional Budget Office (далее – CBO).

В качестве комментариев к вышепредставленной оценке выделим следующие аспекты.

- Объем погашений UST в 2011 году составит USD770.3 млрд.
- **Чистая эмиссия UST в объеме USD1.16 трлн.** складывается из пересмотренного CBO объема дефицита бюджета на 2011 финансовый год, скорректированного на эмиссию UST в 4 квартале 2010 года, и расчетного объема дефицита в первые три месяца 2012 финансового года (т.е. в последние три месяца календарного 2011 года).

Отметим, что финансирование дефицита американского бюджета предусматривается, помимо прочего, и из источников, не связанных с эмиссией суверенных заимствований. Однако в связи с периодическими пересмотрами CBO общей оценки бюджетного дефицита в сторону увеличения, мы, во-первых, ограничены в возможностях точно распределить данный рост между различными источниками покрытия, и, во-вторых, полагаем, что увеличение дефицита будет в первую очередь компенсироваться эмиссией UST. В этой связи для прогнозирования объема выпуска казначейских облигаций США мы используем совокупную величину бюджетного дефицита.

Относительно дефицита бюджета США на 2012 год есть неопределенность, поскольку окончательный вариант самого бюджета пока отсутствует. Тем не менее CBO в 2011 финансовом году прогнозирует<sup>2</sup> дефицит на уровне USD1.4 трлн., в 2012 – USD1.08 трлн. По результатам опроса, проведенного Reuters в конце января, ожидания первичных дилеров на рынке американского суверенного долга по бюджетному дефициту составляли USD1.36 трлн. и USD1.10 трлн. соответственно.

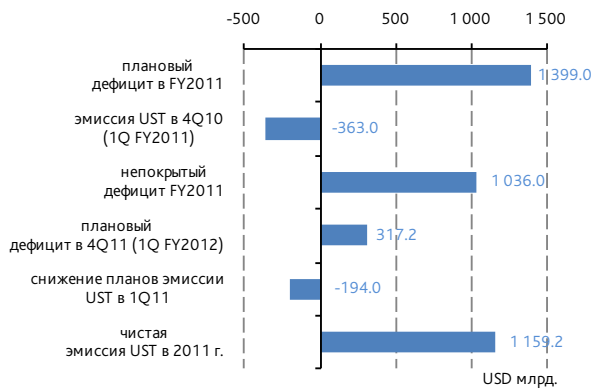
- В конце января Минфин США снизил оценку заимствований<sup>3</sup> через рыночные инструменты на 1 квартал 2011 года на USD194 млрд. до USD237 млрд. Как мы уже отмечали, это было связано с тем, что объем госдолга США вплотную приблизился к законодательно установленной планке в USD14.294 трлн. «Урезание» компенсировалось средствами Минфина на его дополнительном счете в ФРС (в терминах баланса ФРС – U.S. Treasury supplementary financing account). Счет обслуживает программу дополнительного финансирования (The Treasury's Supplementary Financing Program – далее SFP), запущенную Минфином осенью 2008 года для содействия ФРС в стимулировании финансового сектора. Содержательно программа предполагает привлечение финансирования за счет эмиссии 56-дневных векселей (T-bills), выпуски которых размещаются по запросу ФРС. Средства от продажи векселей по программе SFP списываются со счетов банков (в федеральных резервных банках), приобретающих бумаги, и зачисляются на вышеописанный дополнительный счет Минфина. Поскольку средства по программе SFP привлекаются за счет выпуска казначейских векселей, снижение эмиссии UST в 1 квартале 2011 года на USD194 млрд. не будет иметь следствием привлечение данного объема средств путем выпуска UST в последующих кварталах.
- Согласно последнему пересмотру оценки привлечения финансирования посредством эмиссии рыночных инструментов Минфина США, объем выпуска UST в 1 и 2 кварталах 2011 года составит соответственно USD237 млрд. и USD299 млрд. Таким образом, **мы не увидим в 1 полугодии существенного навеса первичного предложения** – в обоих кварталах полугодия объем размещений будет ниже квартальных уровней 2010 года. **Соответственно, избыток предложения на первичке не будет являться фактором роста доходностей.**

<sup>1</sup> <http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=12039>

<sup>2</sup> <http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=12103>

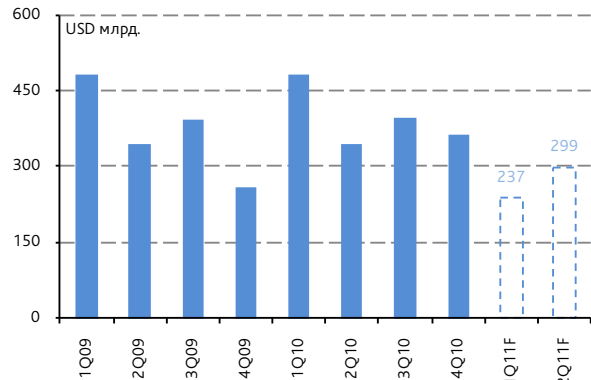
<sup>3</sup> <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1038.aspx>

ДИАГРАММА 45. ОЦЕНКА НЕТТО-ЭМИССИИ UST В 2011 КАЛЕНДАРНОМ ГОДУ



Источник: <http://www.treasurydirect.gov>, <http://www.fms.treas.gov>, <http://www.cbo.gov>, Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 46. ПОКВАРТАЛЬНАЯ ДИНАМИКА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ МИНФИНОМ США ЗА СЧЕТ ЭМИССИИ РЫНОЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, 2009 – 1 ПОЛУГОДИЕ 2011



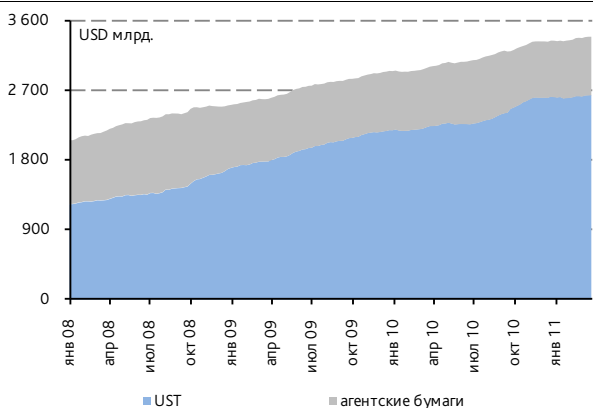
Источник: <http://www.treasurydirect.gov>

**Высокие доходности UST привлекают инвесторов**

Ежемесячные данные по структуре держателей UST в региональном разрезе<sup>1</sup>, которые Минфин США публикует со значительным лагом, едва применительны к анализу ценовой динамики UST. Объемы инвестирования в казначейские облигации США такими категориями инвесторов, как центробанки, пенсионные фонды и т.п., не очень чувствительны к изменениям цен UST. Соответственно, спрос на них со стороны озвученных категорий видится перманентным.

Более оперативным индикатором отношения нерезидентов к казначейским облигациям США являются еженедельные изменения объемов UST на депозитарных счетах иностранных инвесторов в ФРС. За последние девять недель снижение объемов наблюдалось лишь единожды – что косвенно указывало на рост покупок американского долга.

ДИАГРАММА 47. ОБЪЕМ UST И АГЕНТСКИХ БУМАГ НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИТОРОВ В ФРС, ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.federalreserve.gov>

ДИАГРАММА 48. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИТОРОВ В ФРС И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



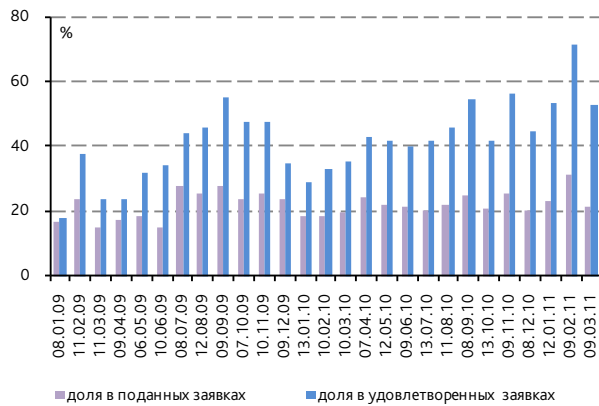
Источник: <http://www.federalreserve.gov>, Bloomberg

Высокая доля Indirect bids по аукционам UST в данный период времени также подтверждает вышеотмеченный интерес нерезидентов. Так, на аукционе UST10 9 февраля доля Indirect bids в общем объеме удовлетворенных заявок превысила 71%, на аукционе UST30 10 февраля – составила более 50%. На мартовских аукционах нерезидентский

<sup>1</sup> <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>

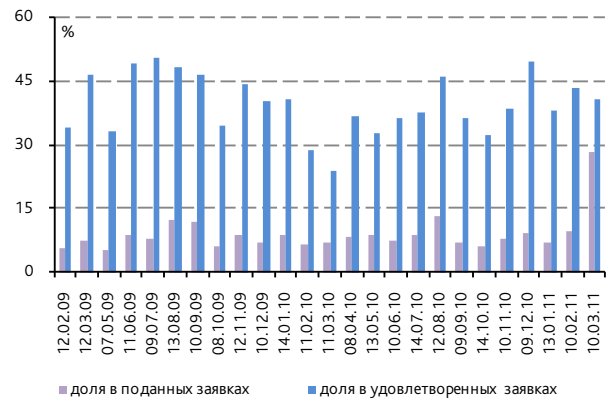
спрос на UST30 оставался высоким – 40.7% удовлетворенного спроса относилось на Indirect bids. Соответственно, при повышенных уровнях доходностей в сравнении с предыдущим годом имеет место активизация спроса инвесторов.

ДИАГРАММА 49. ДОЛЯ INDIRECT BIDS В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ЗАЯВОК НА АУКЦИОНАХ UST10, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 50. ДОЛЯ INDIRECT BIDS В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ЗАЯВОК НА АУКЦИОНАХ UST30, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011

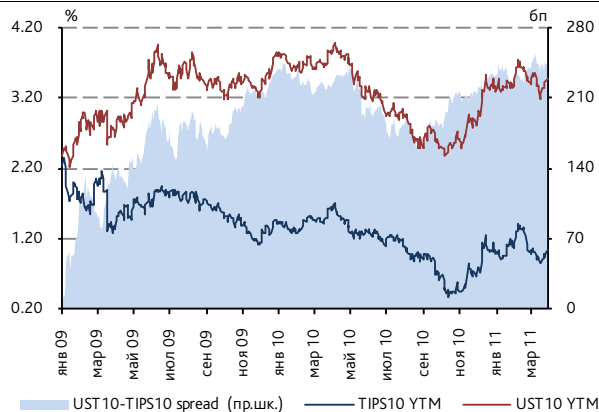


Источник: Bloomberg

**Доходность UST – фактическая ситуация в экономике важнее инфляционных ожиданий**

Положительная макроэкономическая статистика по экономике США, обнародованная в январе-феврале, вызвала существенный рост инфляционных ожиданий. Данная ситуация, наряду с ростом доходностей в среднем/дальнем сегменте кривой UST, обусловила расширение спредов UST-TIPS, традиционно рассматриваемых в качестве индикатора роста инфляционных ожиданий.

ДИАГРАММА 51. ДОХОДНОСТИ UST10, TIPS10 И СПРЕД UST10-TIPS10, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Reuters

ДИАГРАММА 52. ДОХОДНОСТИ UST30, TIPS30 И СПРЕД UST30-TIPS30, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Reuters

Абсолютные величины по 10-летним и 30-летним спредам находятся в пределах максимумов 2009-2010 годов. Основываясь на видении развития экономической ситуации в США (в контексте сохраняющихся проблемных аспектов и наших ожиданий по росту экономики на 2011 год), мы не рассматриваем текущий рост инфляционных ожиданий в качестве долгосрочного фактора и не ждем дальнейшего заметного расширения спредов UST-TIPS в дальних сроках.

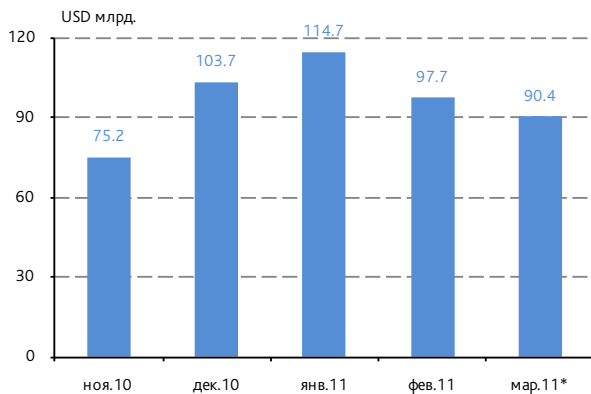
С учетом вышеописанных соображений по инфляции, неизменного статуса UST, как актива категории *safe heaven*, и нашими ожиданиями продолжения экономического стимулирования с завершением QE2, мы не считаем преобладающим сценарием дальнейший рост доходностей UST. В качестве преобладающего диапазона доходностей казначейских облигаций США в 2011 году мы видим коридор 3.2-3.6% в терминах UST10.

**QE3 – отсутствие рискованно для темпов восстановления экономики**

На конец четвертой недели марта ФРБ Нью-Йорка реализовал выкуп UST в объеме USD481.6 млрд. в рамках программы QE2. Указанная сумма включает в себя как непосредственный выкуп UST с рынка (в рамках объема USD600 млрд.), так и реинвестирование средств от погашения агентских бумаг на балансе ФРС в UST. Объем покупок UST за счет реинвестирования в период реализации этапа смягчения (ноябрь 2010 – июнь 2011 годы) обозначен<sup>1</sup> в объеме USD250-300 млрд. Таким образом, исходя из реализованных объемов выкупа, можно говорить о завершении программы QE2 на 54-57%.

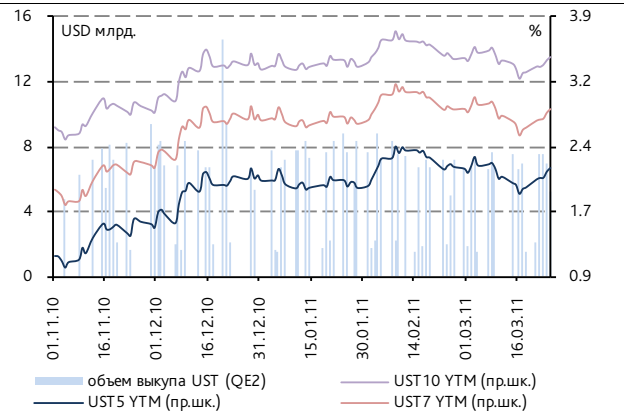
Собственно, с позиции динамики UST на дневных интервалах их чувствительность к выкупу в течение срока реализации QE2 не наблюдается (в том числе в бумагах, сопоставимых по дюрации с портфелем выкупаемых UST, составляющей 5-6 лет). Однако факт присутствия постоянного покупателя в UST (в виде ФРС), безусловно, поддерживает их цены – соответственно, занижать роль выкупа в сдерживании доходностей UST мы не готовы.

ДИАГРАММА 53. РЕАЛИЗОВАННЫЙ ОБЪЕМ ВЫКУПА UST В РАМКАХ QE2 (С УЧЕТОМ РЕИНВЕСТИРОВАНИЯ ПОСТУПЛЕНИЙ ОТ ВЫБИТИЯ АГЕНТСКИХ БУМАГ В UST), НОЯБРЬ 2010 – МАРТ 2011



\* на 25.03.2011 г. (с учетом итогов выкупа в данный день)  
 Источник: <http://www.newyorkfed.org>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 54. ОБЪЕМЫ ВЫКУПА UST В РАМКАХ QE2 И ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ UST, НОЯБРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.newyorkfed.org>, Reuters, расчеты НБ «Траст»

Ключевой вопрос, который еще не обрел высокой степени актуализации, но, безусловно, по мере приближения QE2 к завершению будет обозначать свою насущность, – увидят ли рынки третий этап смягчения?

**Мы полагаем, что ФРС скованна в возможности более или менее оперативного выхода из состояния мягкой монетарной политики.** Основной риск, который мы видим в случае отказа ФРС от реализации QE3, – массовая спекулятивная игра против UST. Для ФРС это будет иметь следствием обесценение активов на ее балансе, для экономики в целом – рост реальных ставок и замедление экономического роста.

Собственно, понимание этой ситуации присутствует и у ФРС – впервые о возможности расширения программы выкупа активов сверх лимита QE2 Б. Бернанке говорил<sup>2</sup> в начале декабря. Более свежее проявление данной точки зрения имело место<sup>3</sup> в сессии ответов на вопросы во время речи<sup>4</sup> главы ФРС в Конгрессе в начале марта. Отвечая на вопрос

<sup>1</sup> [http://www.ny.frb.org/markets/opolicy/operating\\_policy\\_101103.html](http://www.ny.frb.org/markets/opolicy/operating_policy_101103.html)  
<sup>2</sup> <http://www.cbsnews.com/stories/2010/12/03/60minutes/main7114229.shtml?tag=contentMain;contentBody>  
<sup>3</sup> <http://www.bloomberg.com/news/2011-03-02/bernanke-doesn-t-rule-out-more-bond-buying-by-fed-to-aid-economic-recovery.html>  
<sup>4</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110301a.htm>

конгрессменов об условиях для принятия положительного решения о QE3, Б. Бернанке озвучил позицию ФРС, как «желание видеть устойчивое восстановление, а не реализацию сценария «двойного дна» или остановку роста экономики».

Мнения относительно возможности QE3 высказываются и главами федеральных резервных банков – в частности, гибкость своей позиции в данном вопросе также в начале марта обозначил<sup>1</sup> глава ФРБ Атланты Д. Локхарт. Хотя, безусловно, мы не можем не принимать во внимание противоположные взгляды ряда других глав федеральных резервных банков.

В частности, 25 марта агентство Reuters привело позиции сразу нескольких глав федеральных резервных банков, говоривших о «жизни после QE2». Глава ФРБ Филадельфии впервые в подробной форме обозначил мнение о необходимости сворачивания стимулирующей политики для предотвращения ускорения инфляции. Одновременно о достаточности стимулов экономике за счет выкупа объема UST в рамках QE2 говорил глава ФРБ Чикаго. Слова руководителя ФРБ Миннеаполиса сводились к тому, что для продолжения выкупа UST должны сложиться условия в виде существенного ухудшения ситуации в экономике.

Таким образом, мы ждем сохранения стимулов по завершении QE2. При неработающих традиционных инструментах в виде ставки Fed Funds действующим механизмом остается покупка активов – и ФРС не способна уйти от его использования. Как уже отмечалось выше, мы полагаем, что центральной историей в рамках QE3 станет расширение политики реинвестирования агентских бумаг на балансе ФРС в UST, что позволит избежать дальнейшего расширения баланса. И мы вполне допускаем, что решение о продолжении политики реинвестирования не будет обладать пафосным статусом «третьего этапа количественного смягчения».

При этом мы вновь обращаем внимание на то, что, на наш взгляд, уже в 2011 году ФРС начнет возрождать традиционные инструменты монетарной политики – подробнее см. раздел «Денежный рынок: оснований для роста ставок нет».

### Индикаторы настроений рынка UST...

Одним из используемых нами индикаторов настроений вторичного рынка UST является чистая позиция участников (не являющихся производителями) во фьючерсах на UST. Данные по позициям игроков еженедельно публикуются<sup>2</sup> Комиссией по срочной биржевой торговле США (U.S. CFTC) в рамках отчета Commitments of Traders. Мы отслеживаем суммарную чистую длинную позицию двух категорий участников: non-commercial и non-reportable. Существует и третья категория – производители (commercial). В случае как финансовых, так и нефинансовых инструментов к данной категории относятся субъекты, обладающие базовым активом и использующие срочный рынок для хеджирования риска снижения цен.

Категория non-commercial объединяет участников, которые торгуют фьючерсами на UST, не располагая базовым активом и, соответственно, не имея необходимости хеджировать риски, возникающие вследствие владения им. Участники non-reportable – это те, кто не обязан относить себя ни к одной из вышеописанных категорий из-за незначительных объемов их позиций.

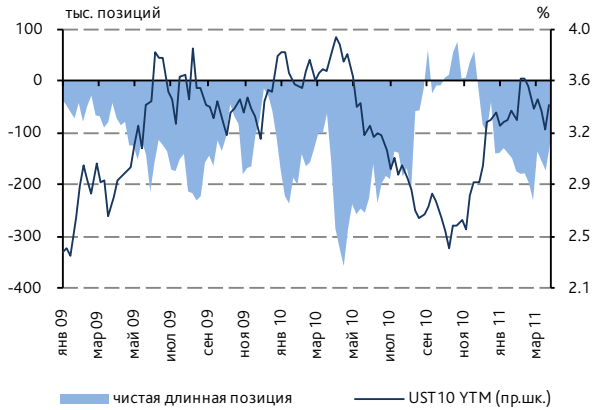
Отчет Commitments of Traders от 4 марта впервые с середины января показал существенное увеличение чистой длинной позиции непроизводителей во фьючерсах на корзину 10-летних UST – почти на 94 тыс. до -135.6 тыс. И к настоящему моменту агрессивное наращивание коротких позиций в соответствующих контрактах приостановилось. На текущем этапе мы видим трактовку данной ситуации в следующем: сокращение числа коротких позиций непроизводителей во фьючерсах предполагает их увеличение у производителей.

Соответственно, рост числа коротких позиций производителей, на наш взгляд, является следствием увеличения объемов их инвестиций в базовый актив UST10. Данная раскладка по позициям участников во фьючерсах отражает всплеск покупок в UST, начавшийся во второй половине февраля этого года.

<sup>1</sup> [http://www.frbatlanta.org/news/speeches/110307\\_lockhart.cfm](http://www.frbatlanta.org/news/speeches/110307_lockhart.cfm)

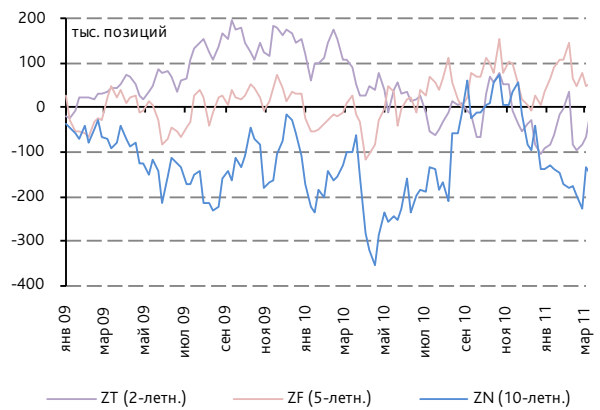
<sup>2</sup> <http://www.cftc.gov/MarketReports/CommitmentsofTraders/index.htm>

ДИАГРАММА 55. ЧИСТАЯ ДЛИННАЯ ПОЗИЦИЯ УЧАСТНИКОВ, НЕ ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРОИЗВОДИТЕЛЯМИ (NON-COMMERCIAL + NON-REPORTABLE), ВО ФЬЮЧЕРСАХ НА 10-ЛЕТНИЕ КАЗНАЧЕЙСКИЕ ОБЛИГАЦИИ США И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.cftc.gov>, Reuters, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 56. ЧИСТАЯ ДЛИННАЯ ПОЗИЦИЯ УЧАСТНИКОВ, НЕ ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРОИЗВОДИТЕЛЯМИ, ВО ФЬЮЧЕРСАХ НА 2, 5 И 10-ЛЕТНИЕ КАЗНАЧЕЙСКИЕ ОБЛИГАЦИИ США, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.cftc.gov>, Reuters, расчеты НБ «Траст»

## ЕВРОЗОНА: РИСКИ ПЕРИФЕРИЙНЫХ СТРАН – ГЛАВНАЯ ТЕМА 2011 Г.

- Долговые проблемы еврозоны являются перманентными на многие годы – время от времени они будут проявляться и «остужать» рынки. С учетом напряженной ситуации с уровнями госдолгов и бюджетных дефицитов, оснований для расширения группы «проблемных экономик» в понимании рынков хватает – примером может являться оказавшаяся на слуху в конце 2010 года Бельгия и попытки спекуляций над ее долговыми проблемами. Из числа стран PIIGS на пути к получению помощи извне находится Португалия. Ниже мы приводим графики погашений публичных долгов суверенными заемщиками и банковским сектором стран PIIGS – полагаем, что «точками» обострения напряженности могут стать месяцы, в которые предстоят существенные по объемам выплаты.
- До публикации предварительной оценки мартовской инфляции в еврозоне (2.6% год к году) нашим базовым прогнозом являлось начало повышения ставок ЕЦБ не ранее второго полугодия 2011 года. В связи с ускорившейся инфляцией мы приходим к выводу, что повышение ставок на 25 бп произойдет на заседании 7 апреля. До конца же 2011 года всего мы ожидаем увидеть два этапа увеличения ставок с шагом 25 бп. Соответственно, ключевая ставка ЕЦБ (Main refinancing operations rate (MRO) – фиксированная ставка по предоставлению банкам ликвидности на 7 дней) на конец 2011 года, согласно нашим прогнозам, составит 1.5%.
- Мы не считаем, что фактор ужесточения денежно-кредитной политики в еврозоне, а конкретнее – повышение ставок – создаст риски коррекционного движения в рисковом активах и в частности – в долгах emerging markets.
- В контексте ожидания сокращения аппетита к риску в течение 2011 года, а в большей степени существования рассматриваемых ниже внутренних рисков еврозоны, наше видение курса евро на конец года находится в диапазоне 1.27-1.28 в терминах EUR/USD. Индекс доллара вследствие сокращения спроса на риск прогнозируется на уровне 81.5-83.5 на конец года.
- Несмотря на существующую ситуацию с инфляцией, в терминах **Bund 10** преобладающую часть 2011 года мы не ждем доходностей выше 3.60-3.70%. Сдерживающим фактором для них будет оставаться именно их статус защитного актива для финансовых рынков Европы в случае новых витков обострений долговых историй в зоне евро.

### ЭКОНОМИКА: МНОЖЕСТВО ОЧАГОВ ДОЛГОВЫХ ПРОБЛЕМ

#### Госдолг/ВВП – проблемы не ограничиваются странами PIIGS

С момента первого дестабилизировавшего рынки проявления долговых проблем в еврозоне – со стороны Греции в декабре 2009 года – уровни соотношений госдолг/ВВП по странам еврозоны стали практически неизменной иллюстрацией в публичных исследованиях инвестиционных домов.

Собственно, удивительного в этом нет – мы рассматриваем долговые истории региона перманентной проблемой ближайших лет, которая время от времени будет напоминать о себе, обостряясь и затухая в рамках одной или нескольких экономик внутри единого экономического механизма еврозоны.

В отсутствие более поздних данных по состоянию госдолга, мы оперируем статистикой Eurostat на конец 3 квартала 2010 года. Комментируя приведенные ниже диаграммы, мы не видим смысла подробно останавливаться на согласованных на этапе создания зоны единой валюты предельных уровнях по ключевым экономическим показателям – для госдолга к ВВП он установлен на уровне 60%. Ключевая мысль – **уровни долговой нагрузки многих стран как внутри зоны евро, так и в рамках более широкого Евросоюза являются постоянным риском для экономической стабильности региона.**

Помимо находящейся на слуху группы стран PIIGS, объединенных данной аббревиатурой не по причине имевших место проявлений долговых проблем, а вследствие схожих тенденций в национальных экономиках, рынки получали почву для отыгрывания периодически возникавшего негатива и по другим европейским заемщикам с повышенной долговой нагрузкой – Бельгии, Венгрии, Великобритании.

ДИАГРАММА 1. СООТНОШЕНИЕ ГОСДОЛГ/ВВП ДЛЯ СТРАН-ЧЛЕНОВ ЕВРОЗОНЫ, 3 КВАРТАЛ 2010

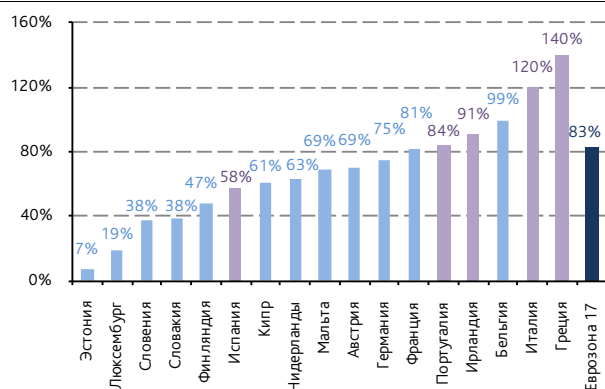
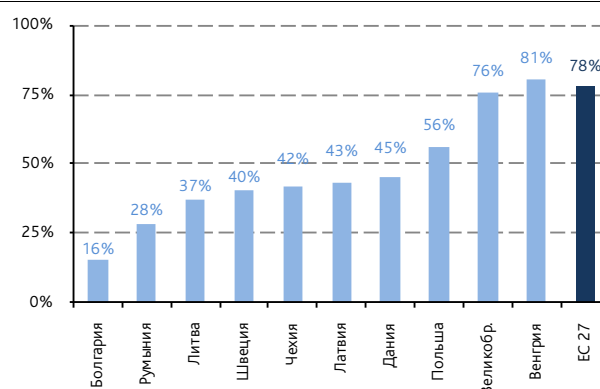


ДИАГРАММА 2. СООТНОШЕНИЕ ГОСДОЛГ/ВВП ДЛЯ СТРАН ЕС, НЕ ВХОДЯЩИХ В ЕВРОЗОНУ, 3 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

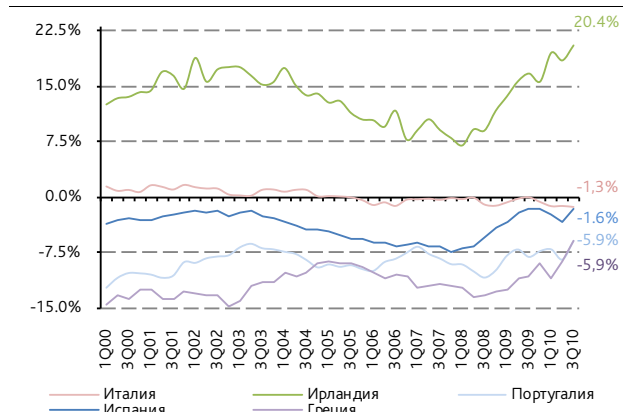
Долговая нагрузка стран группы PIIGS в сравнении с 2009 годом заметно выросла лишь у государств, получивших за рассматриваемый период помощь извне. К таковым относятся Греция и Ирландия – соотношения госдолг/ВВП в 3 квартале 2010 года выросли соответственно до 139.7% и 90.5% против 115.8% и 64% на конец 2009 года.

Привлечение внешней помощи проблемными странами позволяет надеяться на стабилизацию ситуации лишь в случае успеха внутренних структурных преобразований, направленных на повышение эффективности национальных экономик. Но быстрый эффект от таких преобразований в большинстве случаев видится фантастическим сценарием. По факту же **невозможность быстрого проведения реформ, направленных на сокращение бюджетных расходов, и повышения эффективности экономики, при очередном увеличении госдолга за счет средств помощи, увеличивает страновой риск. Это в свою очередь служит основанием для негативных действий рейтинговых агентств** – ярким примером является предпринятое Moody's в начале марта снижение суверенного рейтинга Греции.

Собственно, проблемы с чрезмерной долговой нагрузкой в случае той же Греции сформировались не одновременно. Все страны группы PIIGS, за исключением Ирландии, помимо общего фактора географического положения на территории Европы имеют еще одно сходство – устойчивая во времени отрицательная доля компоненты чистый экспорт в структуре ВВП, с наименьшим проявлением данной ситуации у Италии и первой ее актуальности для Греции и Португалии. (Структура ВВП по расходам представляет собой сумму потребительских и государственных расходов, инвестиций и вышеобозначенного чистого экспорта, являющегося разностью между экспортом и импортом).

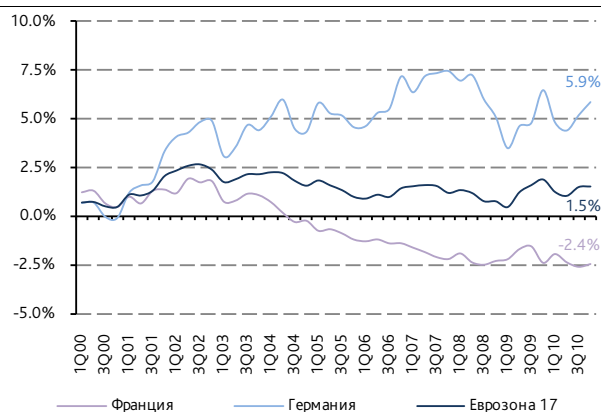
По итогам 3 квартала 2010 года доля чистого экспорта в ВВП Греции и Португалии составила -5.9%. Примечательно, что нетто-импортером уже более шести лет остается и вторая по величине экономика еврозоны – Франция. Устойчивое во времени отрицательное внешнеторговое сальдо в еврозоне присуще также Словакии, Словении и Кипру, однако при доле их совокупного ВВП в общем ВВП еврозоны в 1.4% данную ситуацию едва можно рассматривать как риск для стабильности евро.

ДИАГРАММА 3. ДОЛЯ ЧИСТОГО ЭКСПОРТА В СТРУКТУРЕ ВВП СТРАН PIIGS, 1 КВАРТАЛ 2000 – 3 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

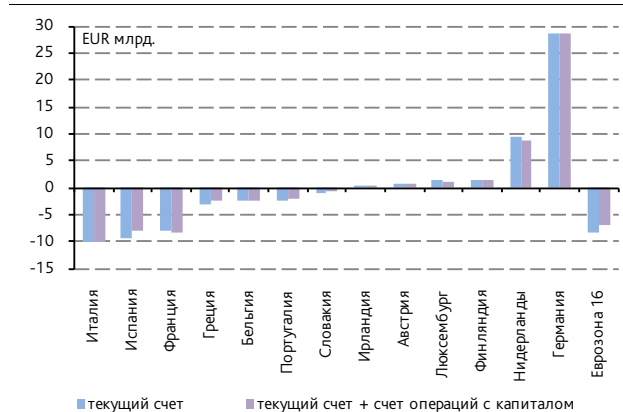
ДИАГРАММА 4. ДОЛЯ ЧИСТОГО ЭКСПОРТА В СТРУКТУРЕ ВВП КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИК ЕВРОЗОНЫ, 1 КВАРТАЛ 2000 – 3 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

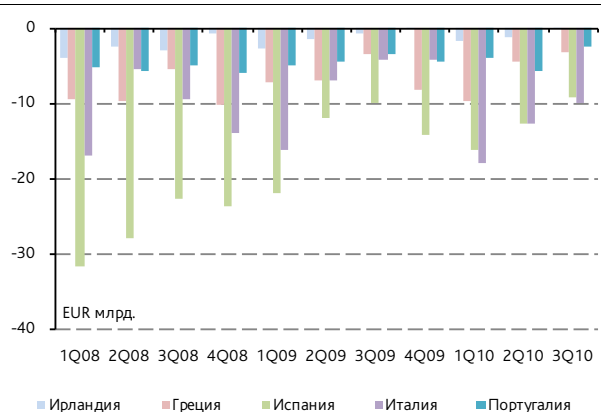
Собственно, отрицательный торговый баланс периферийных экономик в значительной степени обуславливает существование ситуации отрицательного текущего счета платежного баланса, равно как и самого платежного баланса (за исключением Ирландии, вышедшей в 3 квартале по обоим показателям в плюс – что, однако, пока не дает оснований говорить о тенденции).

ДИАГРАММА 5. ТЕКУЩИЙ СЧЕТ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС ОТДЕЛЬНЫХ ЭКОНОМИК ЕВРОЗОНЫ, 3 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 6. СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА ЭКОНОМИК ГРУППЫ PIIGS, 1 КВАРТАЛ 2008 – 3 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

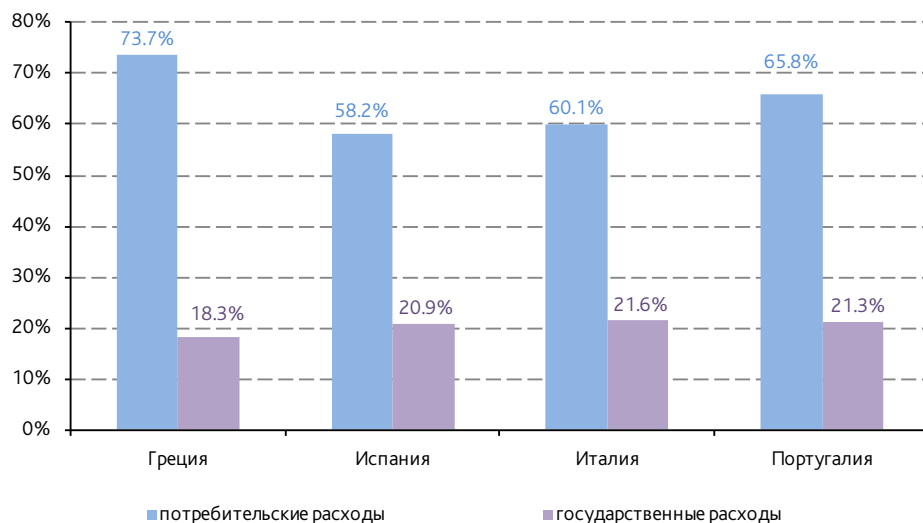
Условия предоставления помощи извне проблемным экономикам еврозоны непременно предполагают сокращение государственных расходов. Из числа уже фактических получателей такой помощи лишь об Ирландии можно говорить как об экспортоориентированной экономике с вышеназванной долей чистого экспорта в структуре ВВП порядка 20% – кстати, свыше 90% странового экспорта в стоимостном выражении занимает<sup>1</sup> продукция промышленного производства.

В терминах остальных экономик PIIGS, из которых после Греции на пути к bailout находится Португалия, отрицательный чистый экспорт в ВВП компенсируется повышенными долями остальных компонентов – прежде всего потребительских и государственных расходов. Именно увеличение данных двух категорий и ограничивается условиями помощи извне в рамках требований борьбы с бюджетным дефицитом, которая предполагает урезание госрасходов – в том числе социального характера. А это напрямую затрагивает и потребительский спрос. В результате возможности для роста экономики весьма ограничены. Суммарная доля потребительских и госрасходов в структуре ВВП стран PIIGS, за исключением Ирландии,

<sup>1</sup> [http://www.cso.ie/statistics/external\\_trade.htm](http://www.cso.ie/statistics/external_trade.htm)

составляет от 79% для Испании и до 92% – для Греции. Соответственно, проблемные экономики зоны евро, прибегающие к помощи извне, будут являть собой и сдерживающий фактор для роста экономики еврозоны в целом.

ДИАГРАММА 7. ДОЛЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ РАСХОДОВ В СТРУКТУРЕ ВВП ОТДЕЛЬНЫХ ЭКОНОМИК PIIGS, 3 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

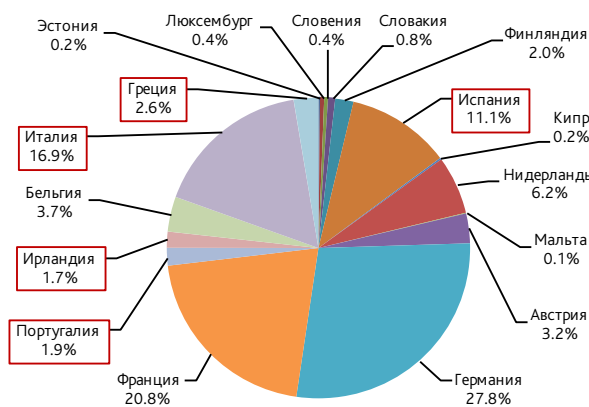
**Региональные детерминанты роста экономики еврозоны**

Взгляд на экономику еврозоны в разрезе формирующих ее национальных экономик объективно позволяет рассмотреть ее неоднородность и, собственно, представить всю сложность работы ЕЦБ в части реализации конкретных монетарных действий.

**ВВП.** Прежде всего разумно отметить, что не все экономики еврозоны, рассматриваемые как потенциально проблемные, – малые. Экономики Италии и Испании, будучи соответственно третьей и четвертой по величине в зоне евро, с 2000 года устойчиво формируют не менее 25% совокупного ВВП еврозоны.

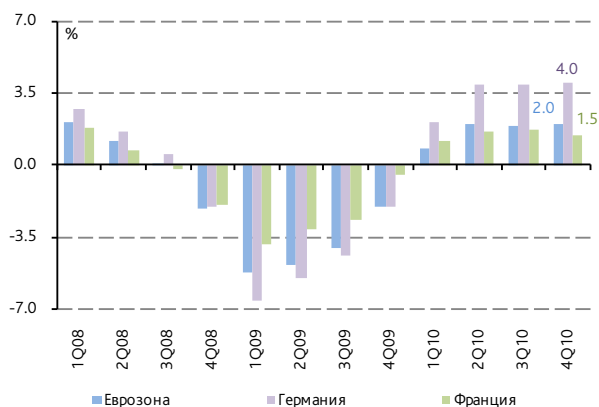
Локомотивом роста экономики зоны единой валюты остается и будет оставаться Германия – собственно, именно за счет нее ВВП еврозоны демонстрирует относительно высокие темпы роста – 2.0% в годовом исчислении в 4 квартале 2010 года.

ДИАГРАММА 8. ВВП ЕВРОЗОНЫ В РАЗРЕЗЕ НАЦИОНАЛЬНЫХ ЭКОНОМИК, 3 КВАРТАЛ 2010



Источник: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 9. ДИНАМИКА РЕАЛЬНОГО ВВП КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИК ЕВРОЗОНЫ, ГОД К ГОДУ, 1 КВАРТАЛ 2008 – 4 КВАРТАЛ 2010

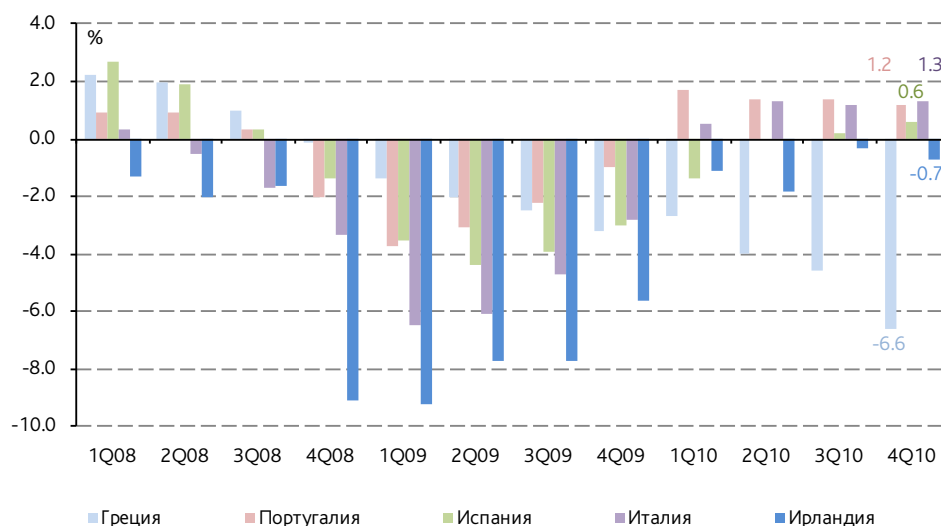


Источник: Bloomberg

В части периферийных экономик картина более чем смешанная. В последнем квартале 2010 года темп сокращения ВВП Греции (-6.6% год к году) более чем в 2 раза превысил аналогичный показатель 4 квартала 2009 года. Достаточно медленный рост демонстрирует испанская экономика – в 4 квартале 2010 года +0.6% год к году. ВВП Италии и Португалии прирастают с темпом 1.2-1.4% в годовом исчислении в последние 3 квартала.

Локально неопределенной выглядит ситуация по Ирландии – на наш взгляд, за счет присутствия весомой положительной экспортной компоненты в структуре ВВП страна обладает *большим* потенциалом для устойчивого роста. Однако с 2011 года национальная экономика развивается в соответствии с критериями National Recovery Plan 2011-2014<sup>1</sup>, направленного на снижение несбалансированности бюджета за счет сокращения расходов и повышения налогов – прежде всего косвенных и личных, без увеличения налогового бремени для корпоративного сектора. ВВП страны в 4 квартале 2010 года сократился на 0.7% в годовом исчислении.

ДИАГРАММА 10. ДИНАМИКА РЕАЛЬНОГО ВВП ЭКОНОМИК PIIGS, ГОД К ГОДУ, 1 КВАРТАЛ 2008 – 4 КВАРТАЛ 2010



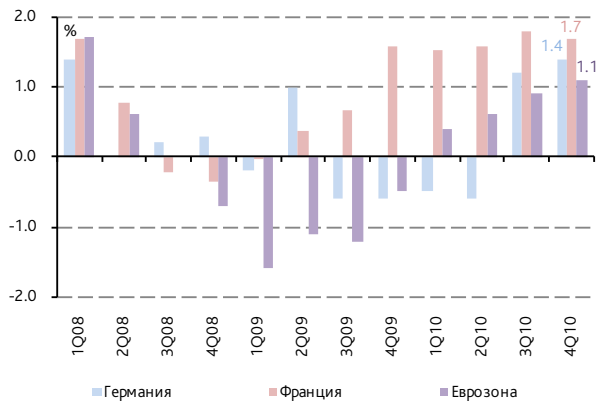
Источник: Bloomberg

**Потребительские расходы.** В части потребительских расходов, составляющих около 60% в структуре совокупного ВВП еврозоны, из рассматриваемых нами экономик тенденция к росту в последние четыре квартала присутствует только в экономике Германии и Еврозоны в целом.

Из числа стран PIIGS снижение расходов домохозяйств возобновилось и на протяжении трех кварталов с начала 2010 года ускорялось в Греции (последние данные по состоянию на 3 квартал 2010 г.). Потребительские расходы в Ирландии также снижались на протяжении всего 2010 года, составив в 4 квартале -1.5% к соответствующему периоду 2009 года. Рост расходов домохозяйств в Португалии в 4 квартале продолжил замедляться, составив +0.9% год к году против +1.6% в 3 квартале и +2.8% во 2 квартале.

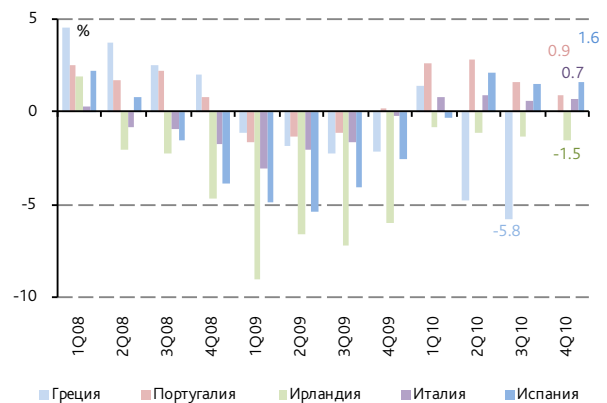
<sup>1</sup> <http://www.budget.gov.ie/RecoveryPlan.aspx>

ДИАГРАММА 11. ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ РАСХОДЫ КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИК ЕВРОЗОНЫ КАК КОМПОНЕНТ ВВП, ГОД К ГОДУ, 1 КВАРТАЛ 2008 – 4 КВАРТАЛ 2010



Источник: Bloomberg

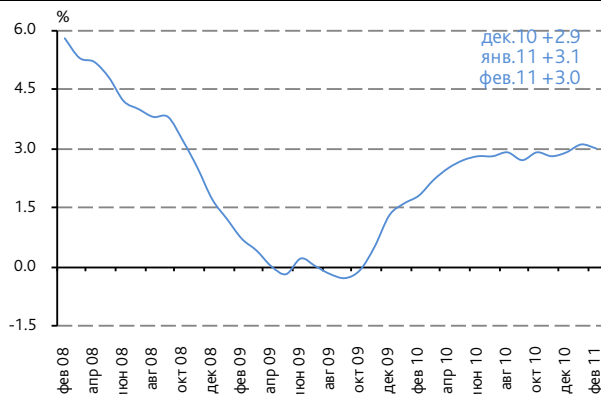
ДИАГРАММА 12. ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ РАСХОДЫ ЭКОНОМИК PIIGS КАК КОМПОНЕНТ ВВП, ГОД К ГОДУ, 1 КВАРТАЛ 2008 – 4 КВАРТАЛ 2010



Источник: Bloomberg

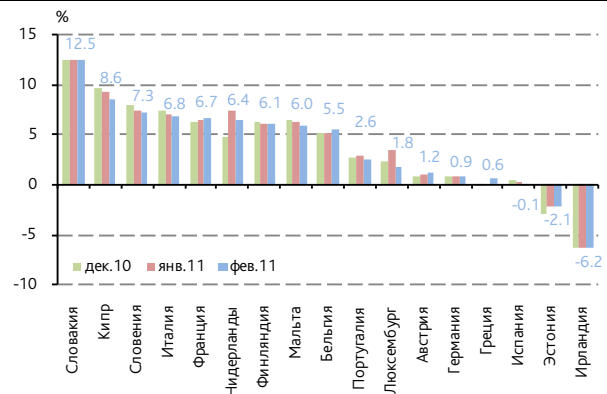
**Кредитование.** В данном контексте отметим, что высокий темп роста спроса на кредит со стороны потребительского сектора обеспечивается отнюдь не Германией, являющейся главным локомотивом европейской экономики. Ссудная задолженность домохозяйств по всей еврозоне – один из регулярно отслеживаемых ЕЦБ показателей кредитной сферы – выросла в феврале на 3.0% в годовом исчислении. В Германии ссудная задолженность домохозяйств уже третий месяц подряд увеличивается на 0.9%. Во второй и третьей по величине экономиках зоны евро – Франции и Италии – рост задолженности по кредитам домохозяйств в феврале составил соответственно 6.7% и 6.8% год к году.

ДИАГРАММА 13. ОСТАТОК ССУДНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ДОМОХОЗЯЙСТВАМ, ГОД К ГОДУ, СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ ДАННЫЕ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

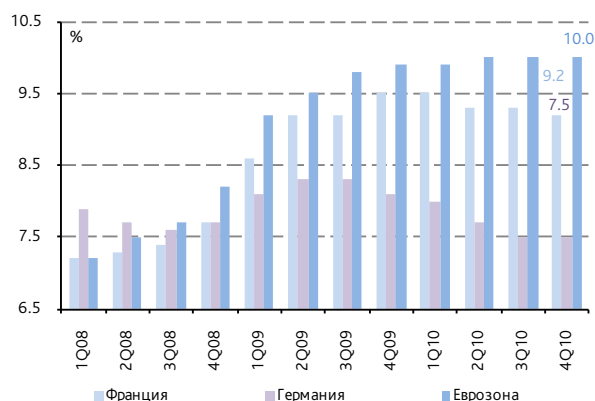
ДИАГРАММА 14. ОСТАТОК ССУДНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ДОМОХОЗЯЙСТВАМ В РАЗРЕЗЕ НАЦИОНАЛЬНЫХ ЭКОНОМИК ЕВРОЗОНЫ, ГОД К ГОДУ, ДЕКАБРЬ 2010 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

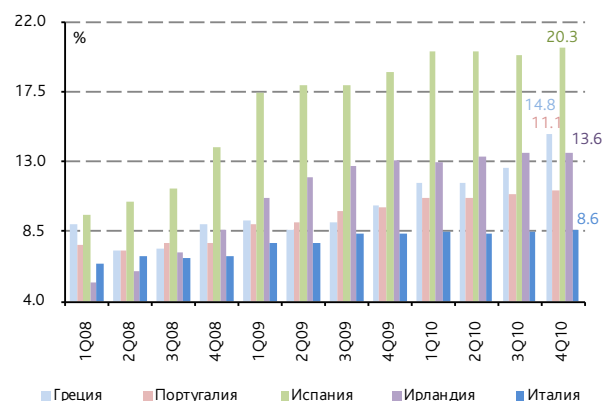
**Занятость.** При этом ситуация с занятостью в еврозоне выглядит весьма напряженной. Высокий показатель безработицы в целом по еврозоне определяется значительной долей незанятого населения в периферийных экономиках, среди которых особенно выделяется Испания, где уровень безработицы в 4 квартале превысил 20% экономически активного населения. Графическое представление ситуации с занятостью основывается на данных на конец кварталов в связи с тем, что статистические ведомства некоторых экономик не публикуют статистику по занятости на ежемесячной основе (в частности, Франции, Испании, Португалии).

ДИАГРАММА 15. УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ В КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИКАХ ЕВРОЗОНЫ, 1 КВАРТАЛ 2008 – 4 КВАРТАЛ 2010, ДАННЫЕ НА КОНЕЦ КВАРТАЛОВ



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 16. УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ В ЭКОНОМИКАХ PIIGS, 1 КВАРТАЛ 2008 – 4 КВАРТАЛ 2010, ДАННЫЕ НА КОНЕЦ КВАРТАЛОВ



Источник: Bloomberg

Собственно, рассмотренные выше аспекты состояния экономик еврозоны (за исключением инфляции, которая обсуждается ниже как ключевой фактор, определяющий действия ЕЦБ в части монетарной политики) заставляют настороженно относиться к отдельным экономикам в нее входящим. Речь, прежде всего, идет о странах PIIGS. Напряженность по этой группе присутствует как в отношении стран, уже получивших помощь, так и в отношении вероятных кандидатов на ее получение.

По первой группе мы видим продолжение «тряски» экономики Греции и с настороженностью ожидаем статистических данных уже по 2011 году от Ирландии, которая также реализует план восстановления экономики с целью сокращения бюджетного дефицита/обеспечения более комфортной ситуации с госдолгом. Плюс страна по-прежнему располагает рисками со стороны банковского сектора.

По остальным странам PIIGS рынки ожидают сформулированного запроса и ответа со стороны единой Европы касательно финансовой помощи Португалии. В меньшей степени мы считаем вероятной реализацию рисков со стороны банковского сектора Испании – четвертой по величине экономики еврозоны, что стало ключевым аспектом негативного действия Moody's в отношении странового рейтинга в первой половине марта: помимо текущей неопределенности в части стоимости их рекапитализации испанским банкам предстоят существенные выплаты по публичным долговым инструментам в 2011 году. Последнему аспекту, который наряду со способностью стран PIIGS обслуживать суверенные заимствования мы считаем ключевым риском еврозоны в текущем году, внимание будет уделено ниже.

Наименьшую обеспокоенность среди периферийных экономик у нас вызывает Италия. Продолжаем ее рассматривать как «крепых из PIIGS» и, думаем, что не будем оригинальны во мнении, что риск этой страны является наиболее стабильным.

## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: В ОЖИДАНИИ ПОВЫШЕНИЯ СТАВОК ЕЦБ

**Базовая инфляция не демонстрирует ускорения, но это не повод игнорировать риторику регулятора**

Собственно, инфляция является тем индикатором, динамика которого в последние месяцы актуализирует ожидания скорого повышения ставок ЕЦБ. При реализации монетарной политики регулятор придерживается среднесрочного целевого уровня по инфляции в 2.0% в терминах сглаженного индекса инфляции (HICP – Harmonized Index of Consumer Prices).

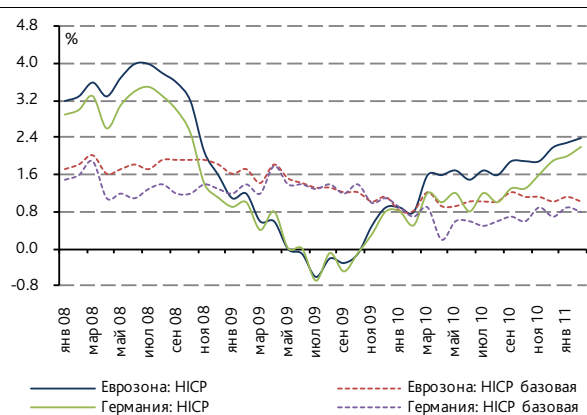
Отметим, что рынок ориентируется на фиксированную ставку по предоставлению банкам ликвидности на срок 7 дней – Main refinancing operations rate (MRO), текущий уровень которой составляет 1.0%. Наравне с изменением данной «ключевой» ставки регулятор двигает на аналогичную величину ставки по постоянно действующим механизмам. Первый из них – ставка по предоставлению ЕЦБ банкам кредитов овернайт (marginal lending facility), служащая для рынка верхней границей ставок овернайт на рынке МБК и в настоящий момент составляющая 1.75%. Второй механизм – ставка размещения банками депозитов в ЕЦБ в овернайт (deposit facility), которая в свою очередь выступает для рынка МБК нижней границей ставок овернайт и находится на уровне 0.25%.

Дискуссии о возможности скорого повышения уровня ставок европейским ЦБ возникли в начале года наряду с публикацией декабрьских данных по инфляции – она выросла сразу 0.3% к ноябрю и составила 2.2% в годовом исчислении, превысив вышеупомянутые 2.0%. Ускорение инфляции продолжилось с ростом цен на commodities, а также в контексте внутриэкономических факторов (среди которых вышеупомянутый рост и потребительских расходов, и объемов кредитования домохозяйств). В терминах HICP в январе инфляция составила 2.3% год к году, в феврале – 2.4%. Предварительная оценка мартовской инфляции, обнародованная в последний день месяца, составила 2.6%.

Как и в случае США, мы вновь хотели бы обратить внимание на тот факт, что базовая инфляция в еврозоне (без учета цен на продовольствие и энергоносители, описываемая индексом HICP – All-items excluding energy and food) пока не демонстрирует признаков ускорения. Ее январский уровень составил 1.1% год к году, в феврале – 1.0%. Собственно, в диапазоне 1.0-1.1% она пребывает с июня, если не учитывать сентябрьский скачок до 1.2%.

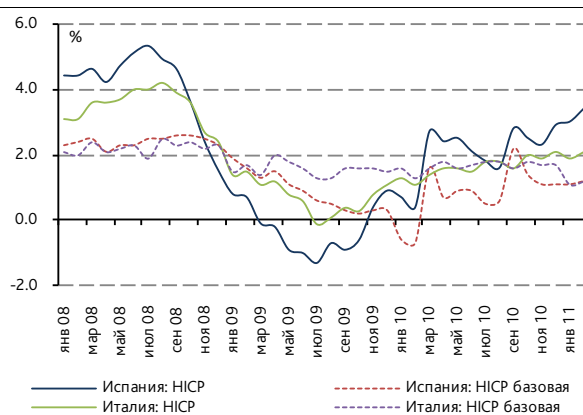
Вместе с тем **есть основания говорить об ускорении базовой инфляции в Германии.** В марте 2010 года она составила 0.9% год к году, а впоследствии дважды достигала этого локального максимума в ноябре и январе. Однако в других крупных экономиках зоны евро (Франция, Италия, Испания) тенденция ускорения базовой инфляции пока не просматривается.

ДИАГРАММА 17. ИНДЕКСЫ СОВОКУПНОЙ И БАЗОВОЙ ИНФЛЯЦИИ HICP, ГОД К ГОДУ: ЕВРОЗОНА И ГЕРМАНИЯ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

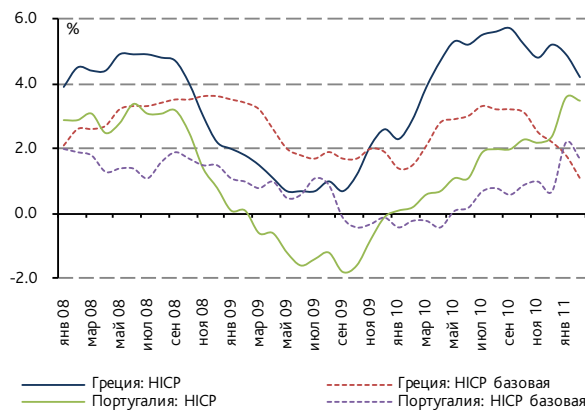
ДИАГРАММА 18. ИНДЕКСЫ СОВОКУПНОЙ И БАЗОВОЙ ИНФЛЯЦИИ HICP, ГОД К ГОДУ: ИТАЛИЯ И ИСПАНИЯ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

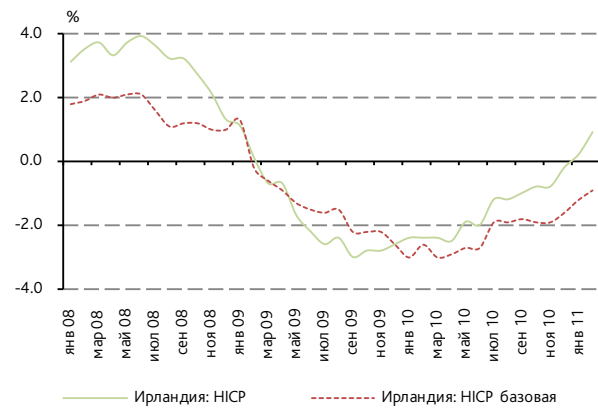
В экономиках PIIGS о локальном всплеске базовой инфляции можно говорить лишь применительно к Португалии – в январе она выстрелила до 2.2% год к году при 0.7% месяцем ранее, к февралю же замедлилась до 1.7%. В остальных экономиках группы она замедляется либо остается стабильной.

ДИАГРАММА 19. ИНДЕКСЫ СОВОКУПНОЙ И БАЗОВОЙ ИНФЛЯЦИИ НІСР, ГОД К ГОДУ: ПОРТУГАЛИЯ И ГРЕЦИЯ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

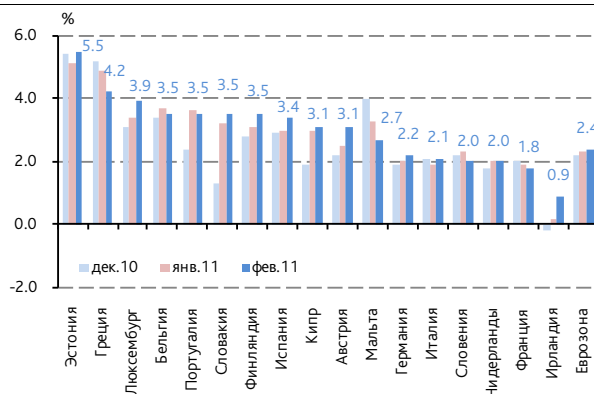
ДИАГРАММА 20. ИНДЕКСЫ СОВОКУПНОЙ И БАЗОВОЙ ИНФЛЯЦИИ НІСР, ГОД К ГОДУ: ИРЛАНДИЯ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

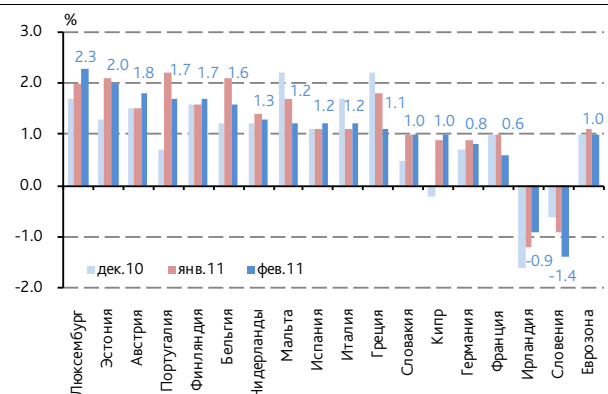
Ниже представлен 3-месячный срез по инфляции и базовой инфляции в разрезе экономик еврозоны – ускорение первой имеет место в большинстве из них. При этом, как мы видим, по итогам февраля в 13 экономиках из 17 инфляция превышает целевой уровень ЕЦБ, хотя регулятор оперирует показателем именно по еврозоне в целом. Собственно, на мартовском<sup>1</sup> заседании ЕЦБ повысил прогнозные ориентиры по инфляции на 2011 год в терминах НІСР до 2.0-2.6%.

ДИАГРАММА 21. ДИНАМИКА ИНДЕКСА СОВОКУПНОЙ ИНФЛЯЦИИ НІСР В ЭКОНОМИКАХ ЕВРОЗОНЫ, ГОД К ГОДУ, ДЕКАБРЬ 2010 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

ДИАГРАММА 22. ДИНАМИКА ИНДЕКСА БАЗОВОЙ ИНФЛЯЦИИ НІСР В ЭКОНОМИКАХ ЕВРОЗОНЫ, ГОД К ГОДУ, ДЕКАБРЬ 2010 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>

В случае еврозоны оперировать теми же подходами, которыми мы руководствовались при анализе ситуации в США, неуместно – вследствие разнородности данных экономик и их текущего состояния. С точки зрения экономических факторов мы оцениваем состояние потребительского спроса как лучшее в сравнении с США. В части исторического поведения работа ЕЦБ над обеспечением стабильности цен действительно восхищает – годовая инфляция в последние 12 лет (!) остается в пределах целевого уровня – 2.0%. До публикации предварительной оценки мартовской инфляции в еврозоне (2.6% год к году) базовым прогнозом мы считали начало повышения ставок ЕЦБ не ранее второго полугодия 2011 года. В связи с дальнейшим разгоном инфляции в марте мы воспринимаем ужесточение риторики ЕЦБ, впервые проявившейся на заседании регулятора 3 марта и продолжившейся впоследствии, весьма серьезно. Мы приходим к выводу, что повышение ставок на 25 бп произойдет на заседании 7 апреля. До конца же 2011 года всего мы ожидаем увидеть два этапа увеличения ставок с шагом 25 бп.

<sup>1</sup> <http://www.ecb.int/press/pressconf/2011/html/is110303.en.html>

Соответственно, «ключевая» ставка ЕЦБ (Main refinancing operations rate (MRO) – фиксированная ставка по предоставлению банкам ликвидности на 7 дней) на конец 2011 года, согласно нашим прогнозам, составит 1.5%.

Мы не считаем, что фактор ужесточения денежно-кредитной политики в еврозоне создаст опасность коррекционного движения в рисковом активах и, в частности, в долгах emerging markets.

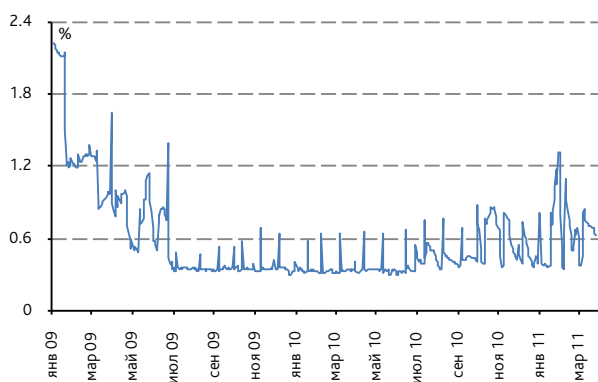
Доводы, на которые мы опираемся при формировании суждения о повышении ставок уже в апреле, следующие:

- исторически трепетное отношение ЕЦБ к инфляции. Из риторики регулятора по итогам заседания 3 марта у нас сложилось впечатление, что он не хотел бы видеть ускорения базовой инфляции;
- явный сигнал ЕЦБ о том, что ситуация в периферийных экономиках не станет препятствием на пути возможного решения об ужесточении монетарной политики. Он был выражен пафосной фразой Ж.-К. Трише на пресс-конференции по итогам мартовского заседания: «в соответствии с нашим мандатом мы ответственны за ценовую стабильность перед 331 млн. человек и 17 странами еврозоны»;
- в конце ноября ЕЦБ отмечал<sup>1</sup> что повышение ставок возможно без отхода от нестандартных мер монетарной политики. Под последними, в частности, понимаются долгосрочные операции рефинансирования банков (LTRO) на срок более 3 месяцев;
- наконец, в конце марта «из стен» ЕЦБ поступили новые сигналы о возможных монетарных ужесточениях в виде подъема ставки. Обозначим некоторые из них. В понедельник 28 марта агентство Reuters цитировало слова Ж.-К. Трише, который охарактеризовал наблюдаемые темпы инфляции как не согласующиеся с понятием ценовой стабильности в еврозоне, а 29 марта член Совета управляющих ЕЦБ заявил о высокой вероятности повышения ставок на предстоящем заседании 7 апреля.

**Инструменты денежного рынка: в апреле участники ждут повышения ставки**

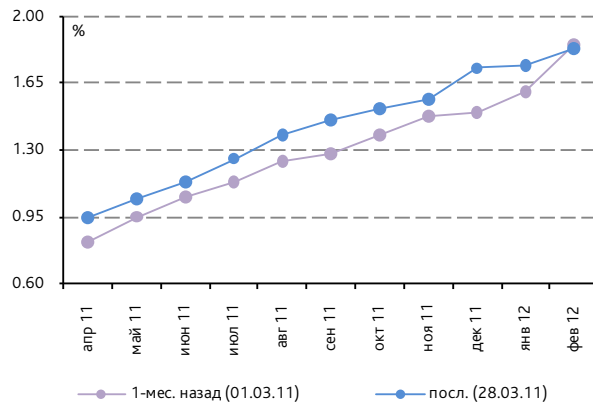
Реакцией участников рынка на готовность ЕЦБ к скорому повышению ставок стал подъем кривой доходности фьючерсов на ставку овернайт Eonia по всей длине. Ее текущее положение позволяет сделать вывод о том, что участники ожидают повышения ставок ЕЦБ уже в апреле.

ДИАГРАММА 23. СПОТ-СТАВКА EONIA (EURO OVERNIGHT INDEX AVERAGE), ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 24. ФЬЮЧЕРСКАЯ КРИВАЯ ONE MONTH EONIA FUTURES, МЕСЯЧНЫЕ КОНТРАКТЫ, АПРЕЛЬ 2011 – ФЕВРАЛЬ 2012



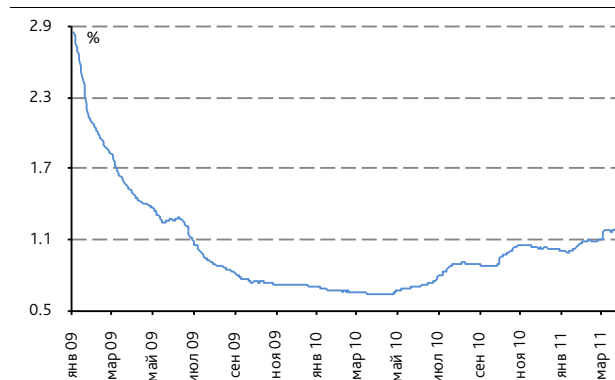
Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

Кривая фьючерсов Euribor Futures, отражающих ожидания по 3-месячной ставке Euribor, по контрактам с исполнением до марта 2014 года поднялась на 30-40 бп в терминах доходности относительно своего положения до заседания ЕЦБ 3 марта. На конец марта относительно периода после заседания мы не отметили существенных изменений

<sup>1</sup> <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp101118.en.html>

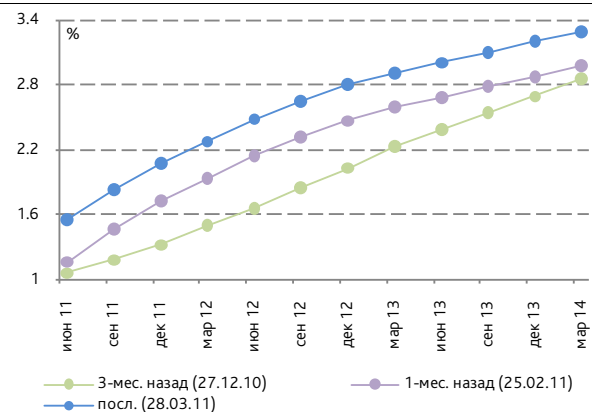
формы кривой. Это указывает на то, что сильной спекулятивной игры на ожиданиях скорого повышения ставок регулятором не было – в основном она сосредоточилась на валютном рынке.

ДИАГРАММА 25. СПОТ-СТАВКА EURIBOR 3М, ЯНВАРЬ 2009 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 26. ФЬЮЧЕРНАЯ КРИВАЯ EURIBOR INTEREST RATE FUTURES, КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ В ПЕРИОД ИЮНЬ 2011 – МАРТ 2014



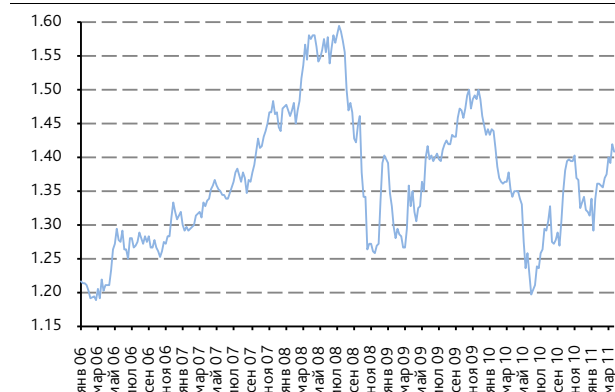
Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

### Спекулятивная игра на ожиданиях подъема ставок сосредоточилась на валютном рынке

С начала года единая валюта еврозоны по отношению к американскому доллару укрепилась примерно на 5.4% (на конец марта). Мы склоняемся к тому, что основным фактором, поддерживающим аппетит к риску, с февраля оставалась и остается напряженность в нефтедобывающих экономиках Северной Африки и Ближнего Востока, дополненная произошедшим в марте землетрясением в Японии. «Ближневосточный» фактор стал мощной поддержкой ценам на энергоносители, которые закрепились и удерживаются выше USD100 за барр. нефти Brent. Со второй половины февраля игра против доллара и поддержание спроса в рискованных активах происходит в первую очередь за счет нефтяного фактора, притом что рынок акций США уже не выглядит достаточно устойчивым.

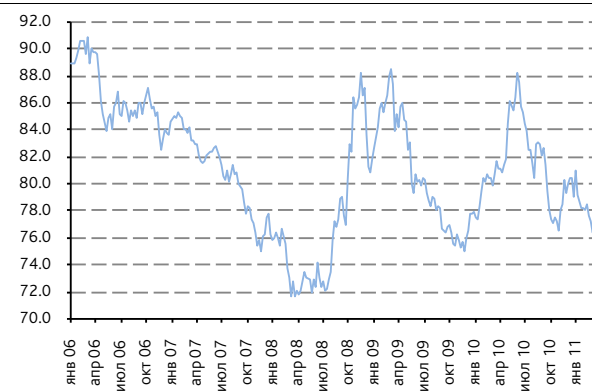
Вышесказанное актуально и для валютного рынка, где покупки против доллара с начала года также продолжились. Если говорить непосредственно о паре EUR/USD, то ее устойчивость в начале года определялась, помимо фактора нефти, тем, что декабрьское ралли 2010 года затронуло европейскую валюту в меньшей степени. Оказавшись в очередной раз под влиянием опасений эскалации долговых проблем отдельных экономик еврозоны (на тот момент Бельгии), единая валюта за декабрь выросла по отношению к доллару на 5.5%. При этом нефть Brent за этот период прибавила порядка 10.3%.

ДИАГРАММА 27. ВАЛЮТНАЯ ПАРА EUR/USD, ЯНВАРЬ 2006 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 28. ИНДЕКС ДОЛЛАРА (DXY), ЯНВАРЬ 2006 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

Озвученная на пресс-конференции по итогам мартовского заседания ЕЦБ возможность повышения ставок уже в апреле, безусловно, способствовала спекулятивным покупкам в евро на совершенно простом факторе – рост привлекательности валюты вследствие подъема ставки. При этом повышение ставки не предполагает, на наш взгляд, достижение валютой уровней, существенно выше текущих (1.41 в терминах EUR/USD), поскольку продолжение формирования длинных позиций в евро должно являться следствием сохранения и усиления аппетита к риску. А этого мы сейчас не видим... После землетрясения в Японии спекулятивные и фундаментальные аспекты вполне могли «разогнать» нефть существенно выше текущих уровней (USD110-115 за барр. Brent), однако участники рынка, как мы видим, не готовы агрессивно наращивать длинные позиции от текущих уровней цен.

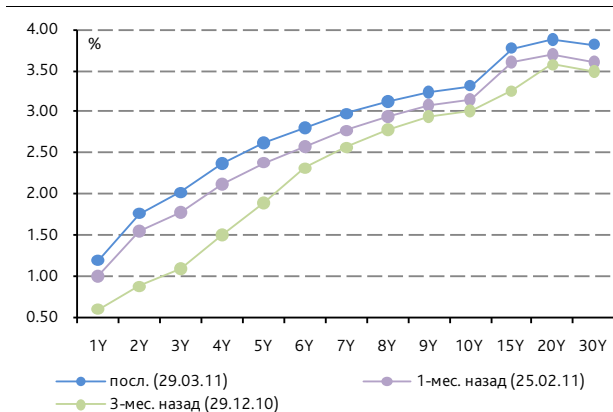
Из внутренних факторов, определяющих курс евро, помимо глобального аппетита к риску остаются долговые проблемы отдельных экономик. Как мы уже отмечали, это перманентная история для еврозоны на многие годы, которая время от времени будет проявляться и «остужать» рынки. В контексте ожидания сокращения аппетита к риску в течение 2011 года, а в большей степени существования внутренних рисков еврозоны, наше видение курса евро на конец года находится в диапазоне 1.27-1.28 в терминах EUR/USD. Индекс доллара (DXY) вследствие сокращения спроса на риск прогнозируется на уровне 81.5-83.5 на конец года.

## ДОЛГОВОЙ РЫНОК: ПРОБЛЕМНЫЕ ДОЛГИ И РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ

### Взгляд на доходности

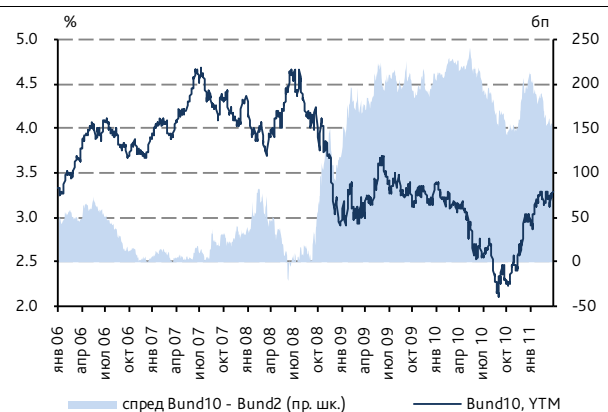
Рост инфляционных ожиданий в еврозоне в последние месяцы (в большей степени затрагивающий долгосрочные ставки), равно как и очередной всплеск аппетита к риску в начале года способствовали и подъему суверенной кривой Германии во всех сроках. Вместе с тем сохранение напряженности в периферийных экономиках видится фактором, сдерживающим рост доходностей и в дальних сроках. Именно это относится к защитным для финансовых рынков Европы государственным облигациям Германии. Несмотря на ситуацию с инфляцией, большую часть 2011 года мы не ждем доходностей по Bund 10 выше 3.60-3.70%. Сдерживающим их рост фактором будет оставаться именно статус «safe heaven» в случае новых витков обострений долговых проблем в Европе.

ДИАГРАММА 29. СУВЕРЕННАЯ КРИВАЯ ГЕРМАНИИ В ОТДЕЛЬНЫЕ ПЕРИОДЫ 2010-2011 ГГ.



Источник: Reuters

ДИАГРАММА 30. ДОХОДНОСТЬ BUND10 И СПРЕД BUND10 - BUND2, ЯНВАРЬ 2006 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ

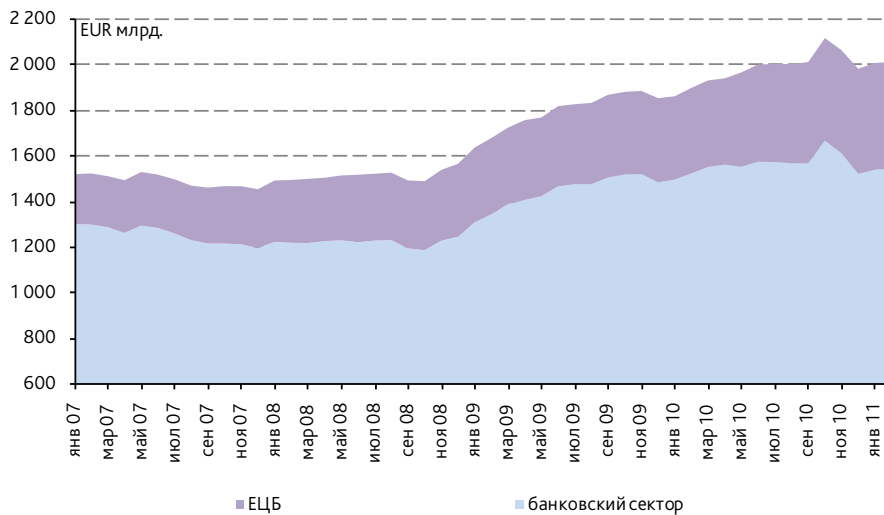


Источник: Reuters, расчеты НБ «Траст»

### Погашения суверенных долгов и обслуживание публичного долга банковским сектором Европы – возможные точки напряженности

Монетарные власти еврозоны на протяжении 2010 года в существенной степени способствовали сдерживанию роста доходностей суверенных долгов проблемных экономик еврозоны. В основном это сводилось к покупкам ЕЦБ их гособлигаций на вторичном рынке, что зачастую обуславливало раскорреляцию в динамике доходностей обозначенных евробондов и страновых CDS. Суммарный объем суверенных долговых инструментов на балансе ЕЦБ и коммерческих банков стран-членов еврозоны на февраль 2011 года составил порядка EUR2.0 трлн. против EUR1.9 трлн. годом ранее. Максимум достигался в октябре 2010 года – EUR2.11 трлн.

ДИАГРАММА 31. ОБЪЕМ СУВЕРЕННЫХ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НА БАЛАНСЕ ЕЦБ И КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ СТРАН-ЧЛЕНОВ ЕВРОЗОНЫ, ЯНВАРЬ 2007 – ФЕВРАЛЬ 2011, МЕСЯЧНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://sdw.ecb.europa.eu>, расчеты НБ «Траст»

Важным структурным аспектом стало создание механизма обеспечения стабильности в Европе (European Financial Stability Facility – EFSF) с единственной целью – поддержать финансовую стабильность в рамках Европейского валютного союза за счет предоставления временной финансовой помощи проблемным экономикам. По сути созданный механизм позволяет странам, испытывающим проблемы, получить средства по меньшей стоимости в сравнении с той, по которой они сами могли бы занять на финансовых рынках.

Заявленные выше действия монетарных властей по поддержке рынка суверенного долга проблемных экономик продолжились и в 2011 году. В начале марта EFSF был наделен<sup>1</sup> правом покупки суверенных долговых инструментов на первичном рынке, что стало весьма и весьма весомым шагом в обеспечении возможности проблемным странам разместиться в моменты настроенного отношения рынков к ним.

ТАБЛИЦА 1. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПОГАШЕНИЯ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА ПРОБЛЕМНЫХ ЭКОНОМИК ЕВРОЗОНЫ В ЧАСТИ ПУБЛИЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И РЫНКА КАПИТАЛА ДО КОНЦА 2011 ГОДА (ДАННЫЕ НА 10.03.2011)

	Греция		Ирландия		Португалия		Испания		Италия	
	основной долг	основной долг + проценты	основной долг	основной долг + проценты	основной долг	основной долг + проценты	основной долг	основной долг + проценты	основной долг	основной долг + проценты
1 кв.	10.56	12.41	1.55	1.55	3.80	3.84	11.36	11.50	45.29	47.28
2 кв.	12.08	14.85	1.25	2.90	9.28	12.06	39.94	43.27	74.31	82.46
3 кв.	11.63	17.92	–	–	6.07	6.68	40.21	48.24	108.90	126.96
4 кв.	6.52	7.89	4.54	5.96	2.78	4.48	35.93	40.00	32.87	40.73
<b>ИТОГО:</b>	<b>40.79</b>	<b>53.07</b>	<b>7.34</b>	<b>10.41</b>	<b>21.93</b>	<b>27.06</b>	<b>127.43</b>	<b>143.02</b>	<b>261.37</b>	<b>297.43</b>
март	10.56	12.41	1.55	1.55	3.80	3.84	11.36	11.50	45.29	47.28
апрель	4.20	4.64	1.25	2.56	4.34	5.06	8.52	10.70	17.25	18.87
май	7.88	9.73	–	–	–	0.02	25.65	26.66	29.12	33.28
июнь	–	0.48	–	0.34	4.93	6.98	5.76	5.91	27.95	30.30
июль	2.40	5.43	–	–	2.29	2.34	7.84	14.83	18.87	20.18
август	7.30	9.74	–	–	1.82	1.82	26.32	27.17	36.35	46.69
сентябрь	1.93	2.75	–	–	1.96	2.52	6.05	6.24	53.69	60.10
октябрь	–	1.16	–	1.20	1.37	2.92	22.86	26.52	7.15	8.75
ноябрь	–	0.08	4.54	4.72	1.42	1.47	5.08	5.32	21.56	25.63
декабрь	6.52	6.65	–	0.04	–	0.09	8.00	8.16	4.16	6.35

Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

<sup>1</sup> [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/119810.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/119810.pdf)

Что касается выплат по суверенным долгам, то в оставшуюся часть года страны группы PIIGS должны погасить порядка EUR459 млрд. обращающихся публичных долговых инструментов, что с учетом выплат купонного дохода формирует примерно EUR531 млрд. Более половины данного объема приходится на Италию (56%), что в существенной степени нивелирует внушительность совокупного объема долга к погашению. Проблем с рефинансированием долга у данного суверенного заемщика пока не наблюдалось.

**Мы не исключаем, что в 2011 году более существенной проблемой еврозоны в сравнении с обслуживанием суверенного долга может стать погашение задолженности банковского сектора проблемных экономик.** В данном контексте мы анализировали ситуацию в терминах государств PIIGS за исключением Италии, которую, как уже отмечалось, мы видим наиболее устойчивой из PIIGS. По меньшей мере, дефицит бюджета страны на порядок меньше остальных стран группы (по итогам 2009 года он составил 5.3% при 9.4% у Португалии, 11.2% у Испании, 13.6% и 14.3% у Греции и Ирландии).

При этом риски со стороны банковского сектора, несмотря его статус первопричины проблем для страны в целом, сохраняются для Ирландии. Действительно «черным ящиком» выглядит банковский сектор Испании – оценки возможных потерь вследствие выбытия некачественных активов (что в итоге потребует помощи из бюджета) и, собственно, качества активов банков существенно разнятся. В рамках погашения долговых инструментов испанские банки в оставшуюся часть года должны выплатить порядка EUR72 млрд. только основного долга.

ТАБЛИЦА 2. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫПЛАТ ПО ПУБЛИЧНЫМ ЗАИМСТВОВАНИЯМ БАНКОВСКИМ СЕКТОРОМ ПРОБЛЕМНЫХ ЭКОНОМИК ЕВРОЗОНЫ ДО КОНЦА 2011 ГОДА (ДАННЫЕ НА 10.03.2011)

	Испания		Ирландия		Греция		Португалия	
	основной долг	основной долг + проценты	основной долг	основной долг + проценты	основной долг	основной долг + проценты	основной долг	основной долг + проценты
1 кв.	11.20	12.24	2.59	2.82	2.42	3.07	1.57	1.69
2 кв.	29.52	34.06	13.44	14.15	6.26	7.30	3.36	4.10
3 кв.	12.52	15.44	5.10	5.47	2.38	3.37	3.17	3.52
4 кв.	18.92	22.93	1.31	1.59	1.58	2.58	2.16	2.69
<b>ИТОГО:</b>	<b>72.16</b>	<b>84.66</b>	<b>22.44</b>	<b>24.02</b>	<b>12.65</b>	<b>16.33</b>	<b>10.26</b>	<b>12.00</b>
март	11.20	12.24	2.59	2.82	2.42	3.07	1.57	1.69
апрель	13.17	14.93	5.28	5.53	1.65	1.81	0.50	0.59
май	5.87	7.12	7.21	7.31	1.52	1.69	1.75	1.96
июнь	10.48	12.01	0.95	1.30	3.09	3.81	1.12	1.55
июль	6.34	7.51	0.24	0.38	1.20	1.36	1.43	1.60
август	1.45	1.80	0.45	0.50	1.00	1.17	0.62	0.72
сентябрь	4.73	6.13	4.41	4.58	0.18	0.84	1.12	1.20
октябрь	7.02	9.14	0.09	0.18	0.53	0.74	0.10	0.27
ноябрь	4.11	5.02	0.74	0.86	1.00	1.16	0.22	0.36
декабрь	7.78	8.77	0.48	0.55	0.05	0.68	1.84	2.06

Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

## КИТАЙ: НЕ ИСКЛЮЧАЕМ СЕРЬЕЗНЫХ ТРУДНОСТЕЙ В 2011 ГОДУ

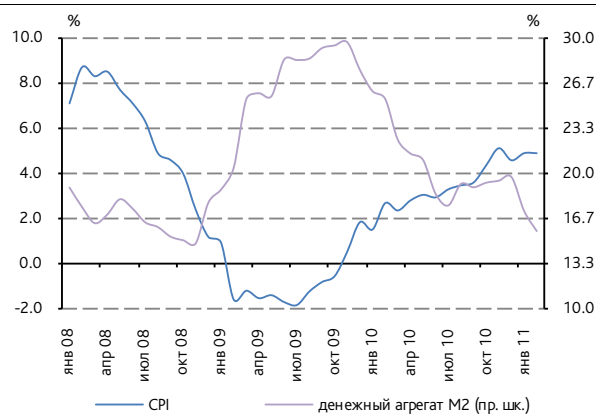
- В 2011 году в китайской экономике сохранятся высокие темпы инфляции с возможностью дальнейшего роста на фоне бума кредитования, роста цен на продовольствие и энергоносители и продолжения притока капитала. Наряду с этим продолжается надувание «пузыря» на рынке жилой недвижимости, что актуализирует дискуссии относительно возможного обвала этого рынка.
- Мы ожидаем, что в 2011 году Китай продолжит укрепление национальной валюты примерно теми же темпами, которые мы наблюдаем с начала данного процесса в июне-июле 2010 года. На конец 2011 года мы прогнозируем диапазон 6.30-6.40 в терминах пары USD/CNY при уровне на конец марта в 6.55.
- Мы ожидаем, что в течение 2011 года ЦБ Китая прибегнет к повышению уровня ставок, и думаем, что не единожды. Наряду с этим регулятор будет стремиться к ограничению роста банковского кредитования за счет административных мер. В терминах ставки по кредитам срочностью 1 год, устанавливаемой центробанком, мы ожидаем повышения до уровня 6.7-7.2% на конец 2011 года при текущем значении 6.06%.
- В этом свете мы отмечаем возможные негативные эффекты данных мер для экономического роста. Таким образом, ожидание дальнейшего ужесточения внутренней монетарной политики китайским центробанком будет оставаться довлеющим фактором для глобального спроса на риск.

### ИНФЛЯЦИЯ: ЭФФЕКТИВНОСТЬ МЕР ЦЕНТРОБАНКА БУДЕТ ОГРАНИЧЕНА

Экономика Поднебесной в прошлом году продемонстрировала невиданные для развитых стран темпы роста (10.3% по итогам 2010 года против 2.9% в США и 1.7% в еврозоне). Однако у данной позитивной динамики была и обратная сторона – после дефляции в 2009 году (-0.7% к предыдущему году) в течение прошлого года наблюдалось непрерывное ускорение инфляции, разогнавшейся в декабре до 4.6% в годовом исчислении. Особенно примечательными данные цифры кажутся на фоне сохранявшихся весь 2010 год дефляционных опасений в США и еврозоне. В январе и феврале 2011 г. годовые темпы роста потребительских цен продолжили восхождение и достигли 4.9%.

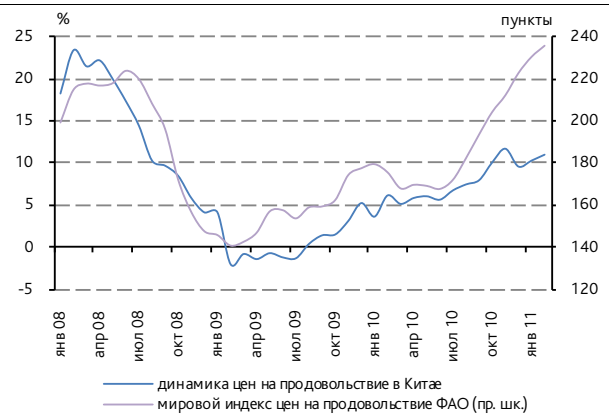
При этом высокие темпы инфляции в Китае вызваны как сугубо внутренними факторами, на которые монетарные власти могут так или иначе повлиять, так и внешними причинами, над которыми центробанк Китая не властен.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ИНДЕКСА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (CPI) И ДЕНЕЖНОГО АГРЕГАТА M2, ГОД К ГОДУ, ЯНВ. 2008 – ФЕВ. 2011



Источник: Reuters

ДИАГРАММА 2. ПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ В КИТАЕ И В МИРЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: Reuters, <http://www.fao.org>

Как и многие другие страны мира, КНР в 2008 году предпринял ряд существенных мер по стимулированию национальной экономики – общая сумма произведенных «инъекций» с 2008 по 2010 гг. составила около CNY4 трлн. (порядка USD600 млрд.). Учитывая временной лаг, с которым наращивание денежной массы в экономике и снижение базовых процентных ставок провоцируют ускорение инфляции, рост потребительских цен в прошлом году может быть как раз следствием подобной «накачки» в совокупности с ультрамягкой политикой Народного Банка Китая (далее – НБК). Касательно перспектив 2011 года мы хотели бы отметить, что монетарным властям вряд ли удастся уложиться в установленный на текущий год норматив роста агрегата M2 в 16%, учитывая что по итогам 2010 года он вырос на 19.7% против целевого значения 17%. Таким образом, давление на рост цен со стороны монетарных факторов если и ослабнет, то незначительно, а значит – велика вероятность сохранения высокой инфляции.

Вверх инфляцию толкали и внешние факторы, главным из которых стал стремительный рост цен на продовольствие в мире, начавшийся в середине 2010 года на фоне природных катаклизмов в различных регионах, которые привели к существенному сокращению урожаев различных сельскохозяйственных культур. Собственно, в значительной степени рост цен на soft commodities определялся и монетарным фактором. Это дополнялось притоком иностранного капитала, который в 2010 году захлестывал большинство азиатских экономик, что определялось более высокими ставками в Китае и общими сильными перспективами его экономики. Мы считаем, что повышающее давление на цены в Китае в 2011 году останется высоким вследствие:

- высокой вероятности продолжения мягкой денежно-кредитной политики как в США, так и в еврозоне (а в случае ее ужесточения, оно не видится резким);
- сохранения интереса международных инвесторов к Китаю;
- наличия фундаментальных предпосылок для роста цен на продовольствие.

Соответственно, это существенно осложнит задачу НБК по сдерживанию инфляции.

### **«ПУЗЫРЬ» НА РЫНКЕ ЖИЛЬЯ: КЛЮЧ К РЕШЕНИЮ ПРОБЛЕМЫ В РУКАХ ЦБ**

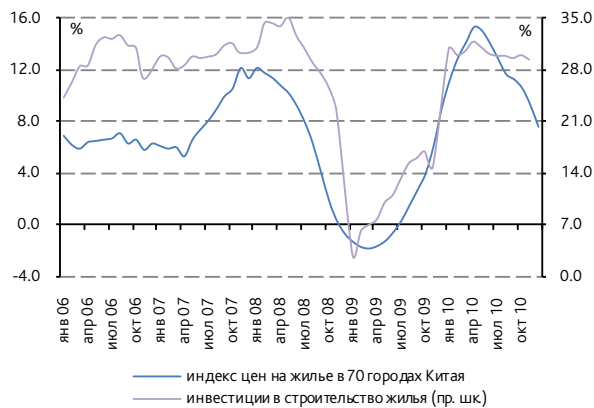
Помимо ускоряющейся инфляции существенным риском для китайской экономики нам также видится возможный «перегрев» рынка жилой недвижимости. Благоприятные условия ипотечного кредитования, а также низкий уровень базовых процентных ставок привели к тому, что жилье стало рассматриваться населением в качестве практически единственно возможной эффективной инвестиции и надежной защиты от инфляции.

Темпы роста цен на жилую недвижимость в 70 крупнейших городах КНР достигли своего пика весной 2010 года, однако даже в декабре прошлого года они все еще оставались достаточно высокими. И это несмотря на многочисленные попытки властей сдержать приток спекулятивного капитала на данный рынок, включая административные ограничения на объемы банковского кредитования, повышение процентных ставок и норм резервирования для банков, введение специального налога на покупку второго и последующих объектов жилой недвижимости и повышение первоначальных взносов по ипотеке.

Мы думаем, что за счет данных мер сдерживать рост цен на рынке жилья удастся лишь частично – до тех пор, пока под контроль не будет взята инфляция, а ставки по депозитам для населения и предприятий, устанавливаемые НБК в рамках его процентной политики, не будут еще больше увеличены. В настоящий момент реальная ставка является отрицательной (в терминах депозитной ставки на один год), что стимулирует население скорее к текущему и долгосрочному потреблению – в том числе в форме покупки инвестиционной недвижимости, а не к сбережениям.

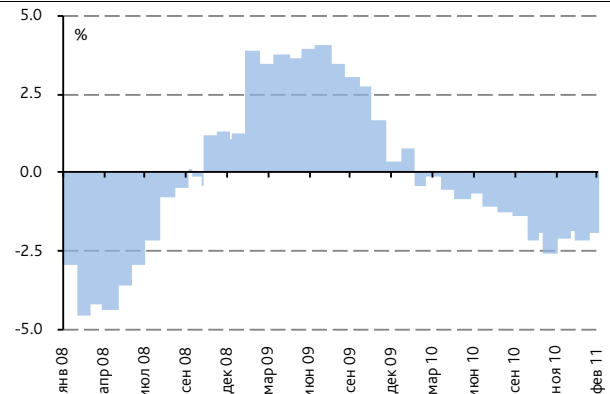
Мы также хотели бы подчеркнуть низкую эффективность административных мер НБК по ограничению банковского кредитования как способа борьбы с «перегревом» на рынке жилья. В 2010 году объем выданных кредитов составил CNY7.95 трлн. (около USD1.2 трлн.), что превзошло установленный ЦБ Китая потолок на 6%. Монетарные власти страны при этом заявили, что целевой уровень банковского кредитования на 2011 год понижен на 10% в сравнении с предыдущим годом. Однако точная цифра озвучена не была, что дает нам повод усомниться в вероятности ее публикации в принципе, учитывая игнорирование банками призывов регулятора.

ДИАГРАММА 3. ДИНАМИКА ЦЕН НА ЖИЛЬЕ И ИНВЕСТИЦИЙ В ЖИЛИЩНОЕ СТРОИТЕЛЬСТВО В КИТАЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2006 – ДЕКАБРЬ 2010



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 4. УРОВЕНЬ РЕАЛЬНОЙ СТАВКИ ЦБ КИТАЯ ПО ДЕПОЗИТАМ НАСЕЛЕНИЯ И ПРЕДПРИЯТИЙ СРОЧНОСТЬЮ 1 ГОД, ЯНВАРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

Стоит также отметить, что данные по инвестициям в жилищное строительство говорят о высокой вероятности дальнейшего увеличения предложения на данном рынке в краткосрочной перспективе. Если развитие экономики в 2011 году – либо в силу усиления признаков восстановления, либо по причине ухода инвесторов от рисков – «оттянут» на себя ликвидность с китайского направления, рынок жилья в КНР может испытать серьезный стресс с дальнейшим вероятным погружением в рецессию – аналогичную развитию кризиса ипотечного кредитования/жилищного рынка в США и краху рынка недвижимости в Испании. Временные рамки «разрыва» данного пузыря указать традиционно сложно, однако в случае его реализации мы не сомневаемся в чувствительном «шлепке» по глобальной экономике.

### ЭКОНОМИКА: РИСКИ «ЖЕСТКОЙ ПРОСАДКИ»

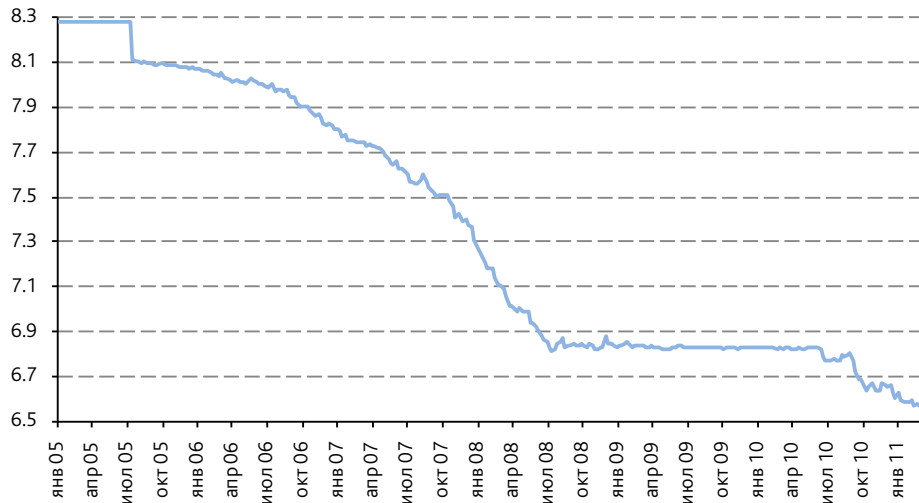
Ярко выраженные повышательные тенденции в потребительских ценах и на рынке жилой недвижимости фактически вынудили НБК взять курс на постепенное ужесточение монетарной политики: базовая ставка по кредитам срочностью один год была повышена<sup>1</sup> с 5.31% до 6.06% в феврале текущего года. Требования по нормам резервирования для крупнейших банков страны с начала 2010 года поднимались девять раз – до исторического максимума в 20.0%.

Кроме того, монетарные власти заявили о намерении использовать все доступные меры для сдерживания роста цен, включая укрепление курса национальной валюты, юаня, на чем так долго настаивают развитые экономики в лице США. Увеличение стоимости юаня по отношению к доллару помогло бы снизить стоимость импорта, в первую очередь – энергоносителей. Мы ожидаем, что в 2011 году Китай продолжит укрепление национальной валюты примерно теми же темпами, которые мы наблюдаем с начала данного процесса в июне-июле 2010 года. На конец 2011 года мы прогнозируем диапазон 6.30-6.40 в терминах пары USD/CNY при уровне на конец марта в 6.55.

Пока существенного влияния на инфляцию вышеперечисленные меры не оказали – февральская инфляция в годовом исчислении уже пятый месяц подряд вышла за рамки целевого на 2011 год показателя в 4.0%.

<sup>1</sup> [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/201110210150433054299880/20110210150433054299880\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/201110210150433054299880/20110210150433054299880_.html)

ДИАГРАММА 5. ВАЛЮТНАЯ ПАРА USD/CNY, ЯНВАРЬ 2005 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК



Источник: Bloomberg

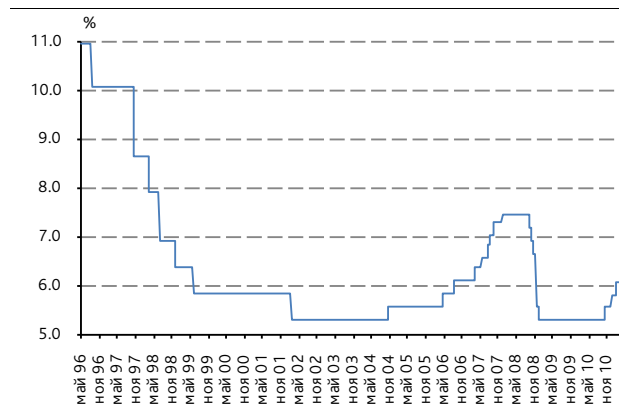
Мы ожидаем, что в течение 2011 года ЦБ Китая прибегнет к повышению уровня ставок и думаем, что не единожды. Наряду с этим регулятор будет стремиться к ограничению роста банковского кредитования за счет административных мер. В терминах ставки по кредитам срочностью 1 год, устанавливаемой центробанком, мы ожидаем повышения до уровня 6.7-7.2% на конец 2011 года при текущем значении 6.06%. В этом свете мы отмечаем возможные негативные эффекты данных мер для экономического роста. Таким образом, ожидание дальнейшего ужесточения внутренней монетарной политики китайским регулятором будет оставаться довлеющим фактором для глобального спроса на риск.

В то же время повышение ставок может способствовать дополнительному притоку спекулятивного капитала, если конъюнктура финансовых рынков существенно не ухудшится. В целом Китай имеет предпосылки для укрепления национальной валюты – спрос на развитых рынках, как ключевом направлении китайского экспорта, не тот, что был до кризиса, и власти все больше ориентируются на внутренний спрос. Но время реализации коренного изменения в монетарной политике и в целом намерение монетарных властей к осуществлению данного шага – вопрос из категории мировоззренческих...

Согласно прогнозу МВФ, темпы роста ВВП Китая с 2011 г. будут находиться в диапазоне 9-10%. Всемирный Банк в свою очередь прогнозирует замедление экономики Поднебесной в текущем году до 8.7% с продолжением торможения в 2012 году (8.4%). Официальные оценки китайских властей предполагают увеличение ВВП страны в 2011 году на 8.0% к уровню 2010 года. При достаточно сильном разбросе озвученных оценок мы полагаем, что негативный сигнал рынки увидят в случае роста китайской экономики по итогам года с темпом ниже 8.0%.

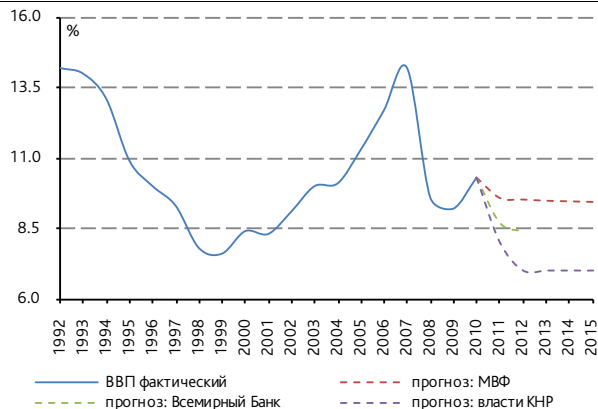
В отношении ВВП Китая мы бы также хотели отметить начинающуюся в 2011 году очередную «пятилетку» – двенадцатую по счету для китайской экономики. Согласно официальным прогнозам, среднегодовой рост ВВП в 2011-2015 гг. составит 7.0% против запланированных на предыдущую «пятилетку» 7.5%. Власти КНР за период с 2011 по 2016 гг. намерены направить на развитие национальной экономики CNY4 трлн. (порядка USD600 млрд.), причем основной упор будет сделан на развитие высокотехнологичных отраслей и инфраструктуры. Помимо этого Пекин намерен сделать экономический рост более сбалансированным за счет снижения экспортной зависимости и развития внутреннего спроса. Мы рассматриваем данные планы властей Китая как выражение фактической готовности поступиться высокими темпами роста ВВП и перейти к более сбалансированной модели экономического роста.

ДИАГРАММА 6. СТАВКА ЦБ КИТАЯ ПО КРЕДИТАМ СРОЧНОСТЬЮ ОДИН ГОД, МАЙ 1996 – МАРТ 2011



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 7. ФАКТИЧЕСКИЕ И ПРОГНОЗНЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ЭКОНОМИКИ КИТАЯ, ГОД К ГОДУ. 1992-2010 – ФАКТ, 2010-2015 – ПРОГНОЗ



Источник: Reuters, <http://www.imf.org>, <http://www.worldbank.org>

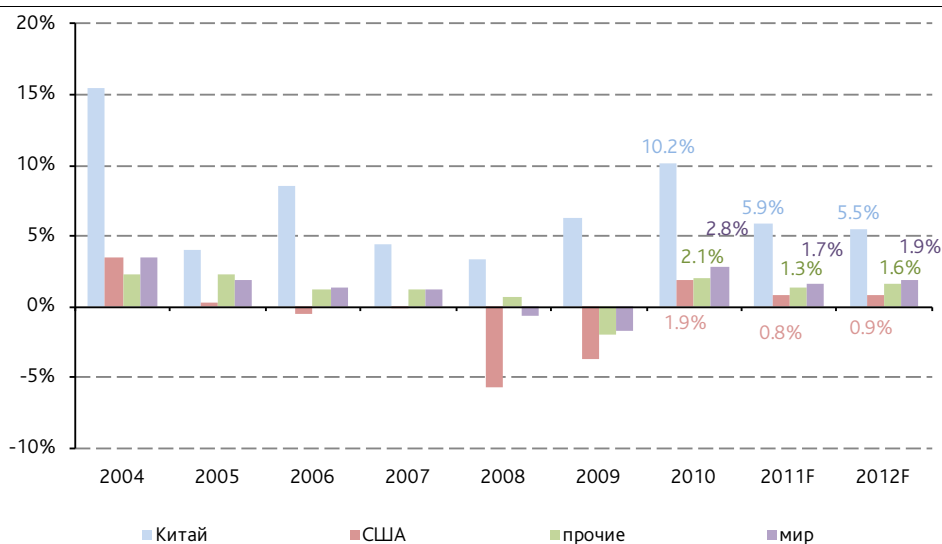
## РЫНОК НЕФТИ: ВАЖНЫЙ ДРАЙВЕР ИНТЕРЕСА ИНВЕСТОРОВ К ЕМ

- Как уже отмечалось выше, на наш взгляд, со второй половины февраля 2011 года нефтяной фактор является ключевым в продолжении игры против доллара и поддержании спроса в рискованных активах – притом что рынок акций США уже не выглядит достаточно устойчивым. В свою очередь высокая нефть остается таковой под влиянием политической напряженности в нефтеэкспортирующих экономиках Северной Африки и Ближнего Востока, которая в марте 2011 года была дополнена землетрясением в Японии.
- Мы не ждем продолжения роста цен на нефть от уровней конца марта (USD110-115/барр. Brent). Отмеченные выше события дают спекулятивные и фундаментальные основания для игры по нефти вверх – но, как мы видим, участники рынка в большей своей массе не готовы формировать длинные позиции от текущих ценовых уровней.
- Если рынки не увидят дальнейших обострений ситуации в нефтедобывающих экономиках Северной Африки/Ближнего Востока, то ожидаемое нами в 2011 году сокращение аппетита к риску обусловит более низкие ценовые уровни по энергоносителям ко второму полугодю. Мы видим среднегодовой уровень по нефти в 2011 году на уровне USD90-105/барр. в терминах сорта Brent. На наш взгляд, движение нефтяных котировок даже к нижней границе названного диапазона не вызовет существенного негативного отношения к долгам emerging markets – в терминах **Russia 30** отражением такого снижения мы видим рост ее доходности не выше 5.10-5.30%.

## МОНЕТАРНЫЕ ФАКТОРЫ: ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ В ДВУХЛЕТНЕМ РОСТЕ ЦЕН

Совокупность фундаментальных факторов, определяющих цену на нефть, в целом должна сводиться к двум аспектам – изменению потребления нефти и балансу спроса и предложения данного актива. В соответствии с прогнозом потребления нефти Агентства по информации в сфере энергетики США (U.S. Energy Information Administration – далее EIA), в 2011 и 2012 годах рост мирового потребления в годовом исчислении окажется ниже значения прироста в 2010 году – соответственно 1.7% и 1.9% в годовом исчислении. Повышенный прирост в 2010 году объясняется эффектом низкой базы – объем потребления в 2009 году был ниже уровней предшествующих трех лет.

ДИАГРАММА 1. ТЕМПЫ ПРИРОСТА ПОТРЕБЛЕНИЯ НЕФТИ В МИРЕ И ОТДЕЛЬНЫХ РЕГИОНАХ, ГОД К ГОДУ. 2004-2010 – ФАКТ, 2011-2012 – ПРОГНОЗ



Источник: <http://www.eia.gov>, расчеты НБ «Траст»

Собственно, прогнозы потребления нефти от трех их основных поставщиков – ОПЕК, Международного энергетического агентства (International Energy Agency) и вышеупомянутого EIA – различаются несущественно. Ниже представлена динамика производства и потребления нефти, а также баланс спроса и предложения – согласно мартовскому краткосрочному прогнозу<sup>1</sup> ситуации на рынке энергоносителей EIA, недостаток предложения в 2011 году будет несколько большим, чем в 2010 году. Однако вычлнить отражение данного фактора в нефтяных котировках едва удастся – независимо от их динамики. Сюда же следует добавить и частые изменения подобных прогнозов со стороны агентств. При этом не оспариваем существование вероятности дальнейшего развития политической нестабильности на Ближнем Востоке, что несет риск сокращения поставок нефти из данного региона. А соответственно – смещения баланса в сторону роста дефицита предложения.

ТАБЛИЦА 1. МИРОВОЙ СПРОС И ПРЕДЛОЖЕНИЕ НЕФТИ, А ТАКЖЕ БАЛАНСИРУЮЩАЯ ВЕЛИЧИНА, МЛН. БАРР./ СУТКИ

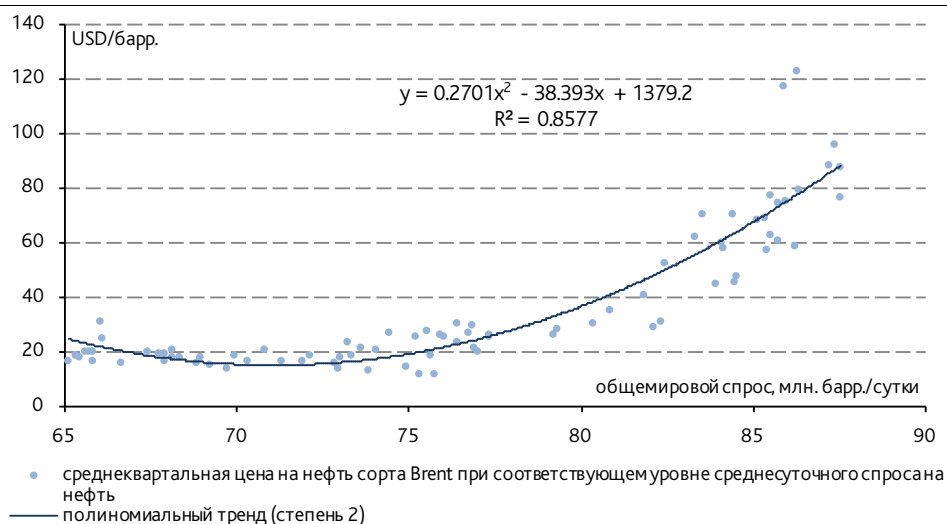
	2007	2008	2009	1К10	2К10	3К10	4К10	2010	1К11П	2К11П	3К11П	4К11П	2011П
Мировой спрос (ОПЕК)	86.5	86.0	84.5	85.1	85.3	87.5	87.6	86.4	87.0	86.8	88.7	88.8	87.8
Мировой спрос (IEA)*	86.31	85.77	84.34	85.47	86.30	87.50	87.51	86.70	88.11	87.71	88.44	88.57	88.21
Совокупное предложение (IEA)*	84.54	85.51	84.33	85.90	86.31	86.30	87.29	86.45	88.03	87.38	86.88	87.39	87.42
<b>Баланс (предложение – спрос)</b>	<b>-1.77</b>	<b>-0.26</b>	<b>-0.01</b>	<b>0.43</b>	<b>0.01</b>	<b>-1.20</b>	<b>-0.22</b>	<b>-0.25</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.33</b>	<b>-1.56</b>	<b>-1.18</b>	<b>-0.79</b>

\* среднее арифметическое за период по месячным данным

Источник: <http://www.eia.gov>, <http://www.opec.org>, расчеты НБ «Траст»

Мы хотели бы отметить, что на долгосрочном временном горизонте зависимость цен на нефть от объема ее потребления остается. Для построения зависимости мы использовали квартальные объемы спроса на нефть (в терминах суточного потребления) за период 1990-2010 гг. В качестве результирующей величины мы использовали котировки нефти сорта Brent. Мы были вынуждены выбрать Brent (при большей ликвидности срочного рынка WTI) из-за присутствующего с начала года искажения ценообразования на биржевом рынке WTI. Данное искажение вызвано избытком нефти в США на терминале в Кушинге, с которого, собственно, происходят поставки в случае расчета по фьючерсам на нефть WTI, являющимися поставочными контрактами – подробнее мы рассмотрим данный аспект ниже.

ДИАГРАММА 2. ЗАВИСИМОСТЬ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ СОРТА BRENT (В ТЕРМИНАХ БЛИЖАЙШЕГО ФЬУЧЕРСА) ОТ СРЕДНЕСУТОЧНОГО ПОТРЕБЛЕНИЯ НЕФТИ, 1990-2010, КВАРТАЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.eia.gov>, Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

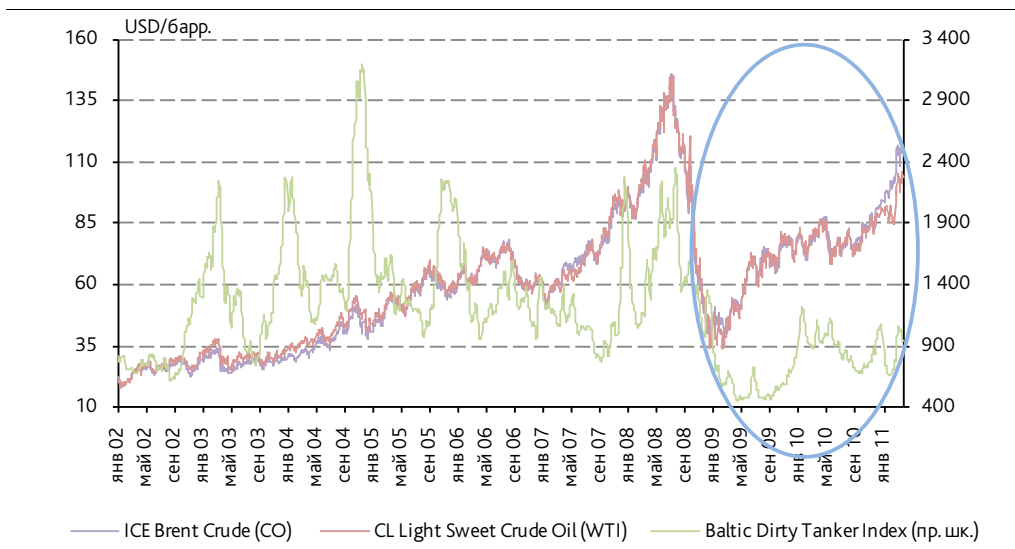
<sup>1</sup> <http://www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/contents.html>

Ценовой диапазон по нефти на 2011 год, рассчитанный на основе представленной выше зависимости и прогнозных значений поквартального потребления нефти, составляет порядка USD80-100/барр. Brent. Собственно, нам ничего не мешает взять его за основу ценовых уровней по нефти на 2011 год.

На более коротком временном интервале индикаторы реального спроса в явной степени не объясняют существенного роста цен на данный актив. С марта 2009 года, когда был зафиксирован минимальный объем потребления нефти за время кризиса (83.09 млн. барр./сутки по данным EIA), по декабрь 2010 года реальный спрос на энергоноситель вырос на 6.1%, тогда как увеличение цены за данный период превысило 90% в терминах среднеквартальной цены сорта Brent.

Традиционно для иллюстрации отсутствия существенных сдвигов в реальном спросе на нефть мы используем индекс стоимости фрахта для перевозок нефти и нефтепродуктов Baltic Dirty Tanker Index (BDTI). Мы не устанавливали наличие какой-либо лаговости в двух показателях (собственно, финансовые рынки, как правило, выступают опережающим показателем состояния экономики), но при росте цен на нефть с начала 2009 года по конец марта 2011 года в терминах Brent порядка 215% индекс BDTI за данный период не вырос, а снизился – почти на 25%. **Отсутствие роста стоимости перевозок в условиях неэластичности предложения услуг транспортировки нефти отражает невысокий объем спроса на танкерные перевозки нефти – собственно, еще одно подтверждение того, что рост цен на рыночные активы с 2009 года в существенной степени объясняется монетарной компонентой (т.е. количественным смягчением).**

ДИАГРАММА 3. ИСТОРИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА БЛИЖАЙШИХ ФЬЮЧЕРСОВ (1-Й МЕСЯЦ) НА НЕФТЬ СОРТОВ BRENT И WTI И ИНДЕКСА BALTIC DIRTY TANKER INDEX, ЯНВАРЬ 2002 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Bloomberg

Анализ состояния рынка позволяет нам думать, что факторы политической нестабильности в нефтеэкспортирующих экономиках Ближнего Востока и Северной Африки, дополненные военно-политическим вмешательством извне, равно как и последствия землетрясения в Японии обусловят нахождение цены на нефть на уровне выше USD100/барр. на протяжении большей части 2011 года. Мы не ждем дальнейшего удорожания нефти от ценовых уровней конца марта (USD110-115/барр. в терминах Brent) – хотя отмеченные события дают спекулятивные и фундаментальные основания для игры по нефти вверх. Как мы видим, участники рынка в большей своей массе не готовы формировать длинные позиции от текущих уровней цен.

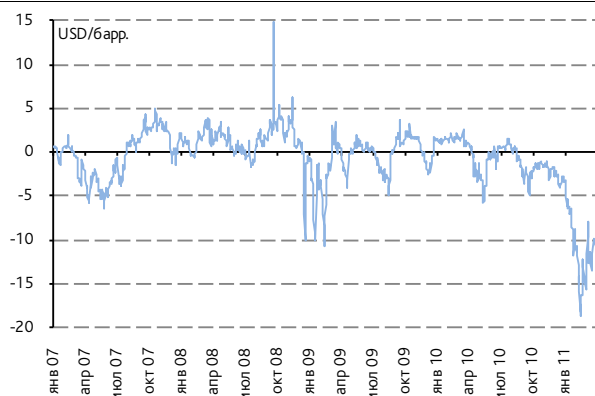
Мы полагаем, что если рынки не увидят дальнейших обострений ситуации в нефтедобывающих экономиках Северной Африки/Ближнего Востока, то ожидаемое нами в 2011 году сокращение аппетита к риску обусловит более низкие ценовые уровни по энергоносителям ко второму полугодю. Среднегодовой уровень по нефти в 2011 году мы видим на уровне USD90-105/барр. в терминах сорта Brent. На наш взгляд, движение нефтяных котировок даже к нижней границе обозначенного диапазона не вызовет существенного негативного отношения к долгам emerging markets – в терминах Russia 30 отражением такого снижения мы видим рост ее доходности не выше 5.10-5.30%. В декабре 2010 года при уровне цен на нефть USD90/барр. доходность Russia 30 составляла порядка 4.8% – при этом следует отметить, что данный временной интервал относился к периоду растущего спроса на рискованные активы.

## СПРЕД WTI-BRENT: НЕТ НАДЕЖДЫ НА СКОРЫЙ ВОЗВРАТ В ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ ЗОНУ

Центральной историей на рынке нефти с начала года – до обострения нестабильности на Ближнем Востоке и в Северной Африке – оставалась динамика межсортного спреда WTI-Brent, который с первых дней января начал резко увеличивать свое отрицательное значение. Напомним, что исторически традиционными являлись более высокие цены на сорт WTI в сравнении с Brent. Отметим, что, говоря о ценовых уровнях по различным сортам нефти, мы оперируем ценой ближайшего фьючерса, т.е. ценой биржевого актива.

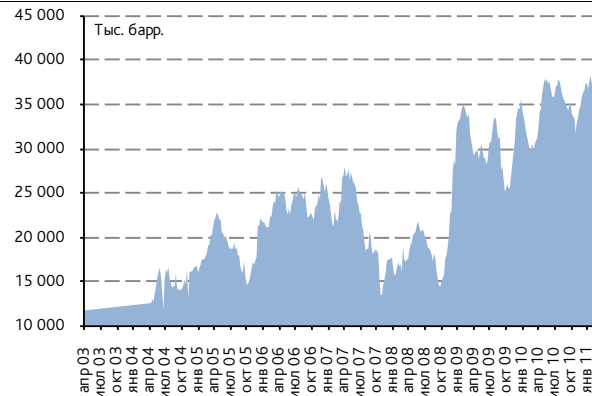
Причиной столь сильной просадки WTI явилась и остается ситуация затаренности Кушинга – терминала в США, с которого осуществляются поставки нефти в рамках исполнения срочных контрактов. При этом важным обстоятельством как раз является то, что фьючерсы на нефть сорта WTI на CME Group (которая вобрала в себя NYMEX) являются поставочными. Собственно, в начале января запасы нефти в Кушинге начали подбираться к историческим максимумам мая 2010 года, а к концу февраля превысили их.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА МЕЖСОРТОВОГО СПРЕДА WTI - BRENT ПО ЦЕНАМ БЛИЖАЙШИХ ФЬЮЧЕРСОВ (1-Й МЕСЯЦ)



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 5. ЗАПАСЫ НЕФТИ В КУШИНГЕ, АПРЕЛЬ 2003 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ

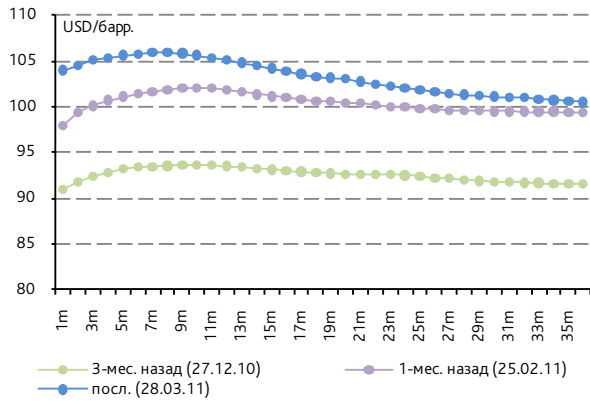


Источник: Bloomberg

При этом уровень цен на нефть на внебиржевом рынке США тяготеет к уровням по Brent – поэтому показательность спреда в части описания ситуации на рынке с начала 2011 г. сомнительна. Мощности Кушинга по хранению нефтепродуктов, равно как и мощности направлений, с которых осуществляются их поставки, с начала года увеличились. При этом система отведения нефти с терминала к потребителям развивается гораздо более низкими темпами – по оценкам участников рынка, новые трубопроводные мощности в данном направлении будут созданы, по различным оценкам, к концу 2011 года, а то и к началу 2013 года. Соответственно, можно ожидать продолжения роста запасов в Кушинге и, соответственно – долгосрочного сохранения ситуации отрицательного спреда WTI – Brent.

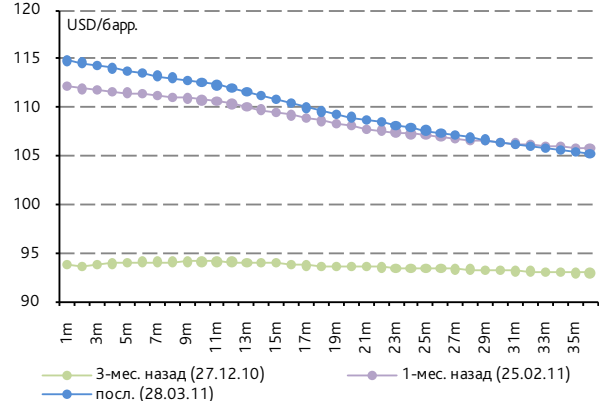
Текущее положение кривых фьючерсов на нефть сортов WTI и Brent демонстрирует, что отрицательный спред WTI – Brent при уровне для ближайших контрактов –USD10-12 сокращается по контрактам с исполнением через год до порядка –USD7, а через два года – примерно до –USD6.

ДИАГРАММА 6. ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ CL LIGHT SWEET CRUDE OIL (WTI), КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ ЧЕРЕЗ 1-36 МЕСЯЦЕВ



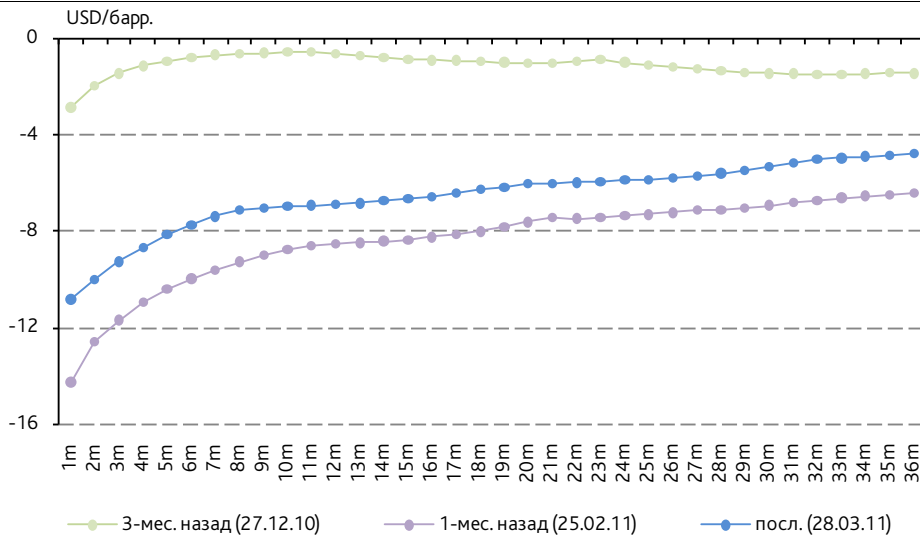
Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ ICE BRENT CRUDE (CO), КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ ЧЕРЕЗ 1-36 МЕСЯЦЕВ



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

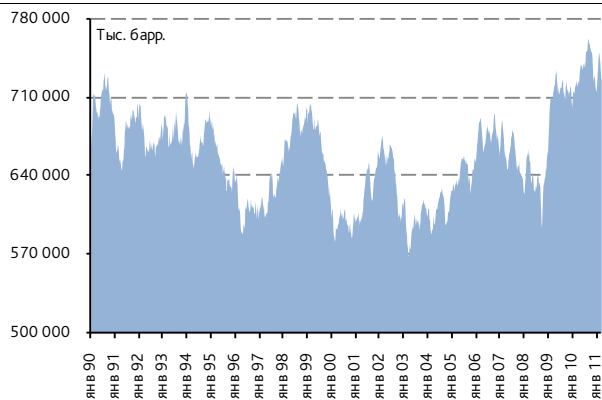
ДИАГРАММА 8. СПРЕД WTI - BRENT ВО ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТАХ НА ДАННЫЕ СОРТА НЕФТИ, МЕСЯЦЫ 1-36



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

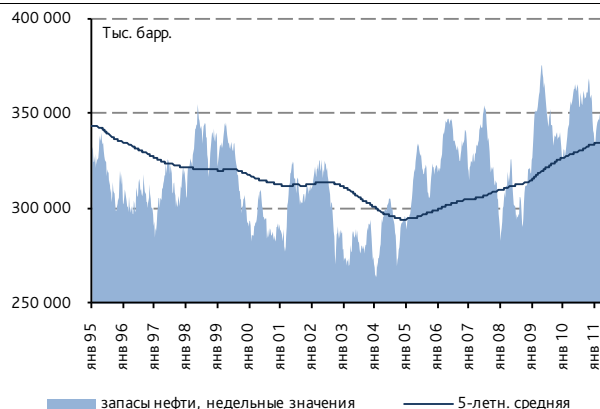
Фактические уровни запасов нефти и нефтепродуктов в США, составляющие на текущий момент порядка 725-730 млн. барр., уже длительное время заставляют задуматься о недостаточности спроса со стороны экономики, что отражает медленные темпы ее восстановления. Запасы нефти, бензина и дистиллятов на 4-8% превышают уровни 5-летних средних.

ДИАГРАММА 9. СУММАРНЫЕ КОММЕРЧЕСКИЕ ЗАПАСЫ НЕФТИ И НЕФТЕПРОДУКТОВ (БЕНЗИН И ДИСТИЛЛЯТЫ) В США, ЯНВАРЬ 1990 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



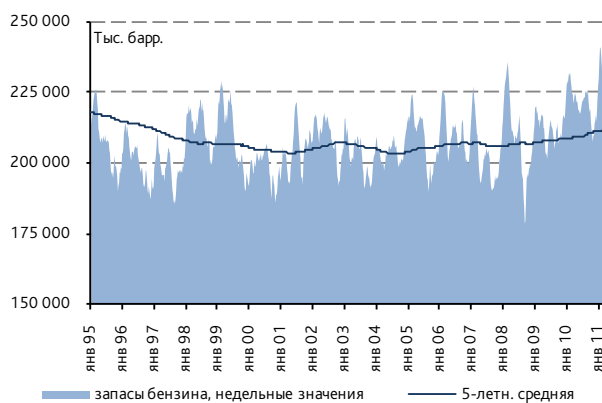
Источник: <http://www.eia.gov>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 10. КОММЕРЧЕСКИЕ ЗАПАСЫ НЕФТИ В США: ФАКТИЧЕСКИЕ ЗНАЧЕНИЯ И 5-ЛЕТНЯЯ СРЕДНЯЯ, ЯНВАРЬ 1995 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



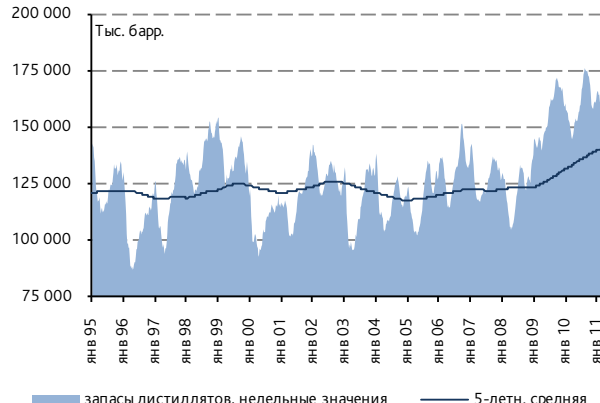
Источник: <http://www.eia.gov>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 11. КОММЕРЧЕСКИЕ ЗАПАСЫ БЕНЗИНА В США: ФАКТИЧЕСКИЕ ЗНАЧЕНИЯ И 5-ЛЕТНЯЯ СРЕДНЯЯ, ЯНВАРЬ 1995 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.eia.gov>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 12. КОММЕРЧЕСКИЕ ЗАПАСЫ ДИСТИЛЛЯТОВ В США: ФАКТИЧЕСКИЕ ЗНАЧЕНИЯ И 5-ЛЕТНЯЯ СРЕДНЯЯ, ЯНВАРЬ 1995 – МАРТ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.eia.gov>, расчеты НБ «Траст»

## ЯПОНИЯ: ВЕРА В КРАТКОСРОЧНОСТЬ ПОСЛЕДСТВИЙ КАТАСТРОФЫ

---

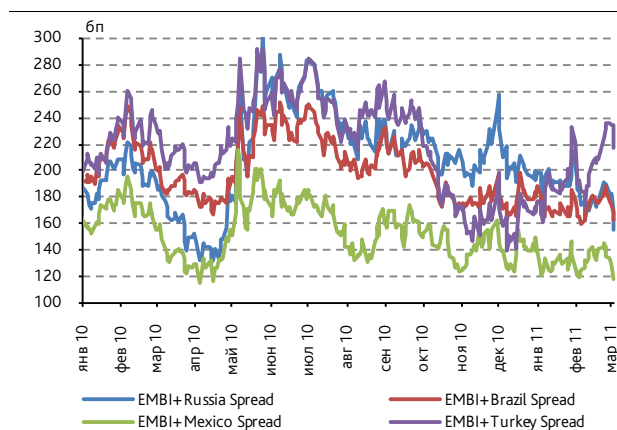
- На конец марта все еще сохраняется опасность усиления негативных последствий землетрясения в Японии, наиболее серьезное из которых, наряду с масштабными разрушениями инфраструктуры, – риск дальнейшего распространения радиации с АЭС «Фукусима». Тем не менее, мы считаем, что влияние катастрофы на мировые финансовые рынки не будет иметь долгосрочного воздействия на рынок нефти, USD и EM.
- На валютном рынке реакцией на землетрясение стала ликвидация позиций в carry trade, что привело к сильному росту курса иены – за неделю после землетрясения она укрепилась почти на 5% к USD и составила 78.9 по паре USD/JPY. Ситуация сильного роста курса национальной валюты имела место после землетрясения в Кобе в 1995 году – в течение трех последующих месяцев укрепление иены к доллару составило порядка 20%. ЦБ Японии на сей раз воспрепятствовал такому развитию событий, согласовав с рядом других центробанков G7 проведение скоординированных интервенций. Их результатом стал возврат курса иены к более привычным уровням – на конец марта около 83 по паре USD/JPY. На конец 2011 года наше ожидание по курсу иены к доллару – 84.5-86.0.
- Землетрясение могло бы стать сильным спекулятивным фактором для мощных покупок на рынке нефти. Катастрофа давала и фундаментальные поводы для покупок – в виде возможного дефицита энергоносителей, как одного из последствий стихии и т.п. Вместе с тем, как мы уже отмечали, покупок в нефти от уровней USD110-115 барр. не было. Это означает, что участники не рассматривают возможность продолжения восходящего движения цен.
- На локальном японском рынке сильное снижение в акциях сопровождалось покупками в консервативных активах. Это еще раз подчеркивает локальность долгового рынка страны, а также объясняет отсутствие «взлета» доходностей японского долга. Даже учитывая потенциальный навес со стороны нового суверенного японского долга (который будет привлекаться на цели преодоления последствий бедствия) и потенциальное снижение рейтингов, мы не верим в резкий рост ставок по публичным обязательствам Японии с текущих уровней 1.2-1.3% в терминах 10-летних бумаг.
- Японии придется активно наращивать госдолг. Это является одной из самых серьезных финансовых угроз для страны, уже сейчас обладающей высочайшим отношением госдолга к ВВП (около 226% по итогам 2010 года). Бюджет страны также является устойчиво дефицитным. Восстановление страны неминуемо потребует увеличения госрасходов и привлечения новых заимствований. В итоге последуют новые максимумы по показателю. Мы думаем, что даже при столь внушительном госдолге рынки капитала не «закроются» для страновых заимствований. Мы также не ожидаем увидеть изменений в статусе иены в качестве валюты carry trade.

## РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ: ОДНИ ИЗ ЛУЧШИХ НА ЕМ

### СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ: ПРЕМИЯ К ЕМ

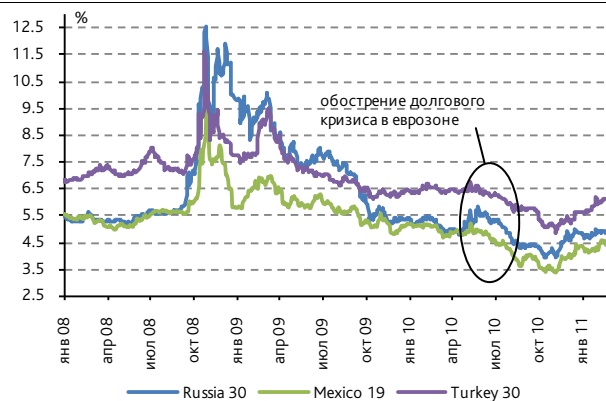
Динамика российского рынка еврооблигаций в 2010 г. была достаточно позитивной – доходности суверенного выпуска **Russia 30** достигали исторически минимальных отметок (ниже 4%), а российские компании активизировались на первичном рынке евробондов. Тем не менее, отмечая в целом позитивный тренд, нельзя не обратить внимания на его «отставание» в сравнении с рынками еврооблигаций других стран ЕМ. Так, спред по индексу **EMBI+ Russia** расширился по итогам 2010 г. на 16 бп, в то время как для Бразилии, Мексики и Турции, напротив, сузился в среднем на 25 бп. Похожую картину демонстрирует и динамика суверенных выпусков данных стран: стоимость **Russia 30** за год выросла на 2.5% против 4.7% у **Mexico 19** и 6.9% у **Turkey 30**. При этом примечательно, что именно российские суверенные еврооблигации острее других отреагировали на серьезное обострение долгового кризиса в еврозоне, зафиксированное в мае.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА СПРЕДОВ ПО ИНДЕКСУ EMBI+ ДЛЯ ГРУППЫ СТРАН, 2010-2011 ГГ.



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ СУВЕРЕННЫХ ВЫПУСКОВ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН, 2008-2011 ГГ.

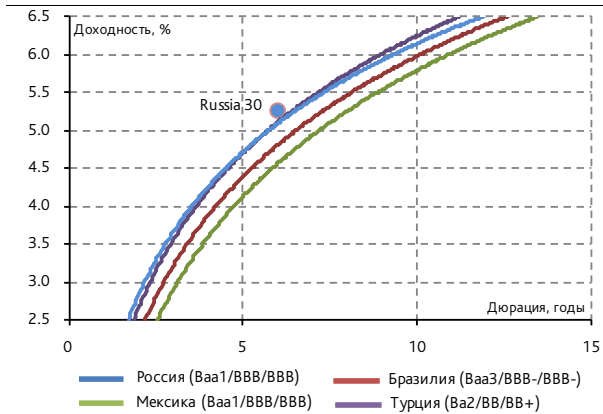


Источник: Bloomberg

В целом, исходя из расположения кривых доходности для группы стран ЕМ с сопоставимыми рейтингами, российские суверенные евробонды выглядят относительно более дешевыми инвестициями. Так, несмотря на одинаковый с Мексикой рейтинг, бумаги России предлагают премию к евробондам Мексики в размере 30-70 бп в зависимости от дюрации. По бондам Бразилии, имеющей рейтинг ниже российского, премия составляет порядка 20-40 бп. Тем не менее подобная ситуация не является характерной только для 2010 г. – российские суверенные бумаги предлагали премию к выпускам других стран ЕМ и раньше. В этом свете мы не ждем кардинальных перемен в положении российской кривой в 2011 г.

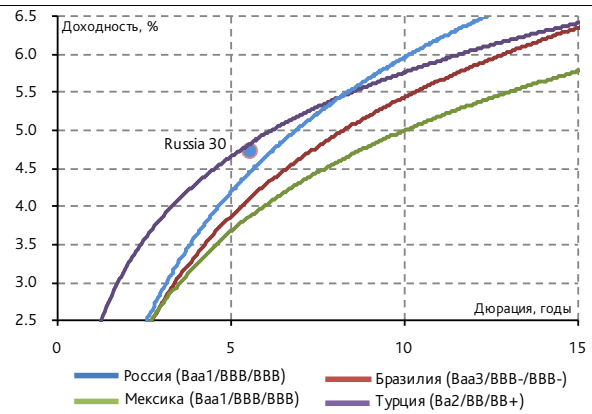
Несмотря на указанное нами отставание суверенных бумаг России от своих «коллег» по ЕМ (см. диаграммы ниже), на рынке страхования госдолга от дефолта наблюдается несколько иная ситуация – относительно большее снижение стоимости страховых контрактов на случай дефолта РФ. Так, пятилетний страновой CDS-спред для России сузился за январь 2010 – март 2011 г. на 45 бп, в то время как аналогичные показатели для Мексики и Турции продемонстрировали куда меньшее сокращение (11 и 8 бп соответственно), а CDS для Бразилии остался фактически неизменным.

ДИАГРАММА 3. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ СУВЕРЕННЫХ БУМАГ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕМ, ЯНВАРЬ 2010 Г.



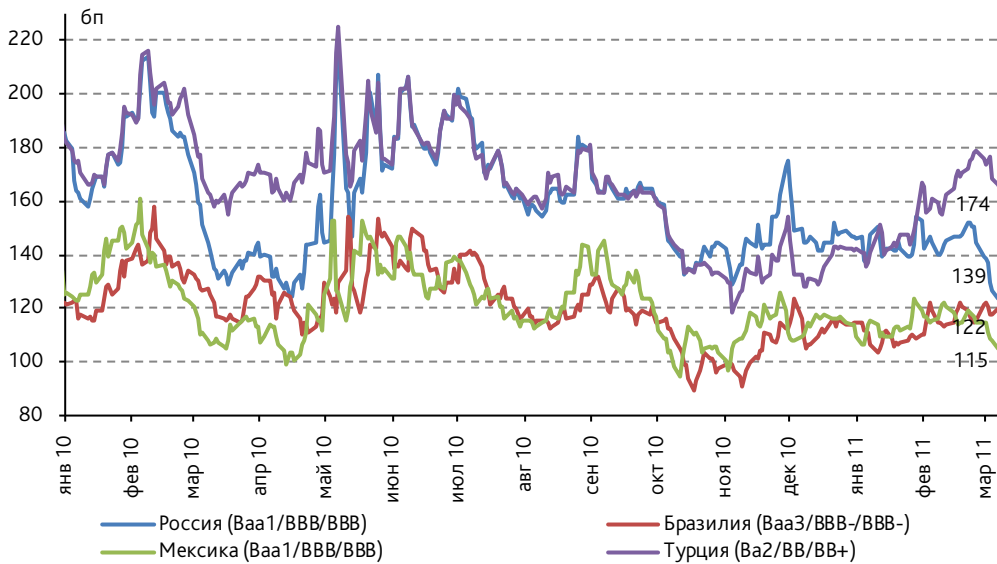
Источник: расчеты НБ «ТРАСТ»

ДИАГРАММА 4. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ СУВЕРЕННЫХ БУМАГ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕМ, МАРТ 2011 Г.



Источник: расчеты НБ «ТРАСТ»

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА 5-ЛЕТНИХ CDS ДЛЯ КЛЮЧЕВЫХ СТРАН ЕМВ1+, 2010-2011 ГГ.



Источник: Bloomberg

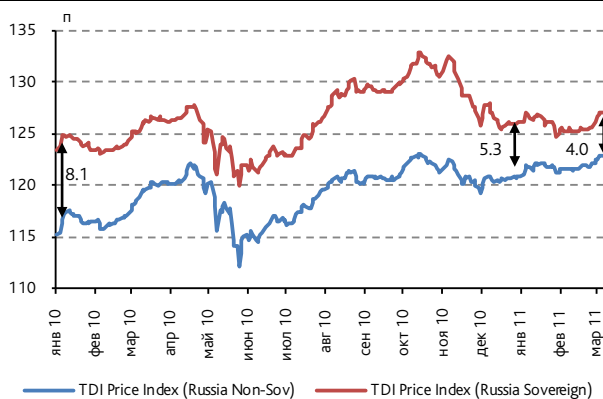
### ОБЩИЙ ТРЕНД: КОМПАНИИ «ОБЫГРЫВАЮТ» СУВЕРЕННУЮ РОССИЮ

Суверенный валютный долг РФ, продемонстрировавший относительно более слабые результаты в сравнении с другими странами ЕМ в 2010 – начале 2011 г., выглядел хуже и по отношению к российским корпоративным бумагам. Так, исходя из колебаний ценового индекса TDI<sup>1</sup>, разрыв между еврооблигациями российских компаний и суверенными выпусками сократился в прошлом году на 3 п. – с 8.1 до 5.3 п. Причем на графике видно, что это произошло в основном за счет опережающей позитивной динамики в корпоративном сегменте (рост за год составил 4.8 п.). В начале 2011 г. подобная тенденция в бумагах компаний продолжилась, а разрыв между суверенными и корпоративными бондами сократился еще больше – до 4 п.

<sup>1</sup> Отражает динамику цен на российские суверенные и корпоративные еврооблигации; более подробно о семействе индексов TDI см. [http://trust.ru/investment/analitika/interactive/indices/help/Desc\\_TDI.pdf](http://trust.ru/investment/analitika/interactive/indices/help/Desc_TDI.pdf)

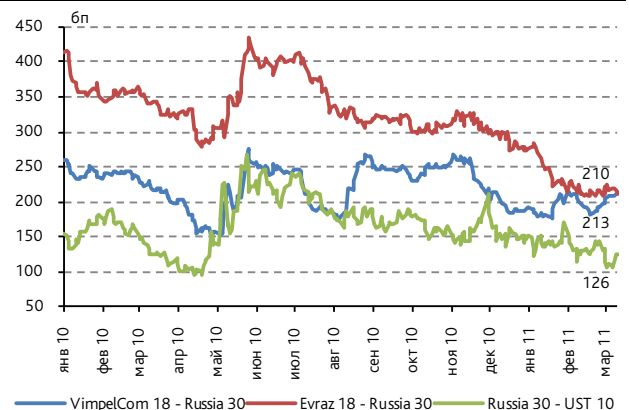
Еще одним свидетельством «отставания» российских суверенных облигаций от корпоративных является динамика спредов в 2010 – начале 2011 г. Так, сужение **Russia 30 – UST10** в 2010 г. было практически символическим – около 6 бп, в то время как отношение инвесторов к еврооблигациям ВымпелКома и Евраз существенно улучшилось – их спреды сжались на 70 и 135 бп соответственно. В начале 2011 г. высокие цены на нефть обеспечили достаточно активное сокращение спреда по суверенным бумагам (23 бп за январь-март против роста на 22 бп у ВымпелКома), однако мы бы не стали рассчитывать на продолжение данной динамики в течение всего года – высокая цена на нефть является слишком ненадежным основанием для этого. В свою очередь наблюдающаяся с января стабилизация спредов в корпоративном сегменте – явление, скорее всего, временное, и мы делаем ставку на их дополнительное сужение в течение 2011 г. в случае улучшения внешнего фона.

ДИАГРАММА 6. ДИНАМИКА ЦЕНОВЫХ ИНДЕКСОВ СУВЕРЕННЫХ И КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ, 2010-2011 ГГ.



Источник: расчеты НБ «ТРАСТ»

ДИАГРАММА 7. ДИНАМИКА СПРЕДОВ ПО КОРПОРАТИВНЫМ И СУВЕРЕННЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ, 2009-2011 ГГ.



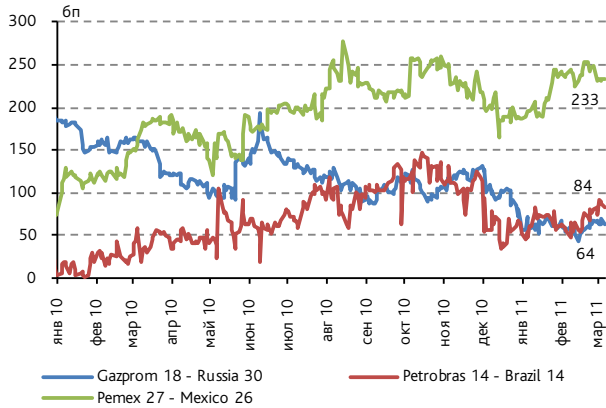
Источник: Reuters

## КОРПОРАТИВНЫЕ ВЫПУСКИ: УПРОЧЕНИЕ ПОЗИЦИЙ К КОЛЛЕГАМ ИЗ ЕМ

В сравнении с другими странами ЕМ, спреды российских компаний к суверенным выпускам показали за минувший год опережающую динамику, и в начале 2011 г. сохраняется тенденция к их дальнейшему сужению. Примечательно, что аналогичные показатели для Бразилии и Мексики с начала 2010 г., напротив, демонстрируют рост, что говорит о переоценке участниками рынка рисков компаний из этих стран в сравнении с суверенными бумагами в пользу последних. В частности, за 2010 – начало 2011 г. спред между еврообондами Газпрома с погашением в 2018 г. и индикативным выпуском **Russia 30** сузился на 120 бп, в то время как разница в доходностях **Petrobras 14 - Brazil 14** и **Pemex 27 - Mexico 26**, напротив, увеличилась на 80 и 130 бп соответственно.

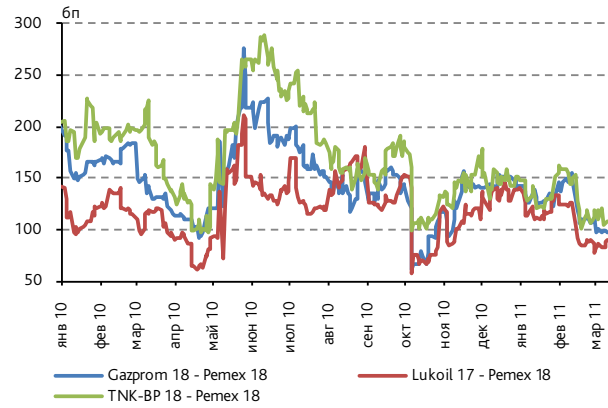
Спреды между компаниями стран ЕМ в конце 2010 – начале 2011 г. демонстрируют постепенную консолидацию. Так, расхождение в спредах между российскими нефтегазовыми компаниями и мексиканской Ретех в июне-июле прошлого года составляло порядка 150 бп. В нашем понимании это было связано с общей нестабильностью на рынках, подогретой обострением европейского долгового кризиса. Однако уже в конце 2010 – начале 2011 г. спреды начали колебаться вокруг отметки в 100 бп. Всего за рассматриваемый период они сузились на значительные 50-100 бп.

ДИАГРАММА 8. ДИНАМИКА СПРЕДОВ ПО КОРПОРАТИВНЫМ И СУВЕРЕННЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ, 2009-2011 ГГ.



Источник: Reuters

ДИАГРАММА 9. ДИНАМИКА СПРЕДОВ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ, 2010 Г.

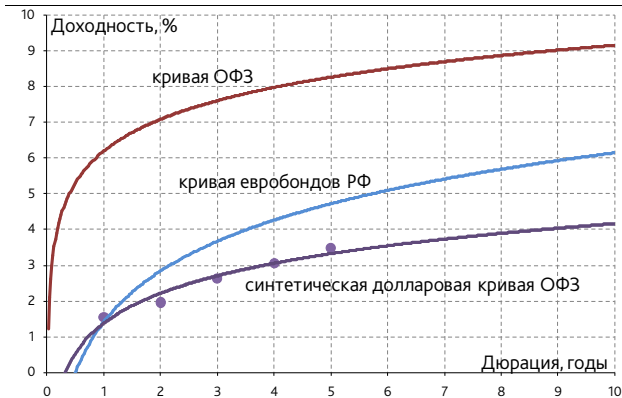


Источник: Reuters

### ЕВРООБЛИГАЦИИ: ПРИОРИТЕТНЫЕ ПОЗИЦИИ ОТНОСИТЕЛЬНО РУБЛЕВОГО ДОЛГА

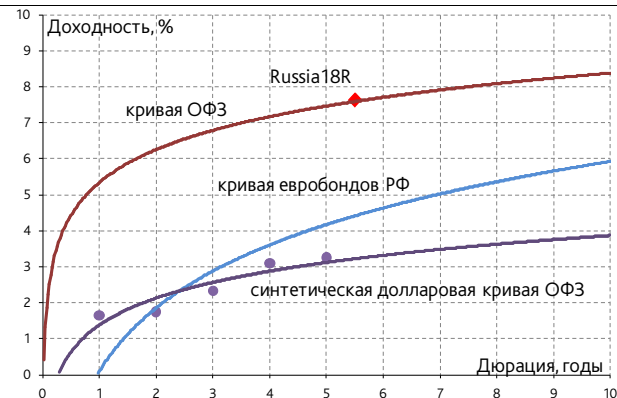
В 2010 – начале 2011 г. на долговом рынке наблюдалось медленное, но все же сокращение ценового диспаритета между рублевыми выпусками и бумагами в других валютах. Как видно из графиков, российские евробонды в начале 2010 г. предлагали премию к рассчитанной с помощью NDF синтетической долларовой кривой ОФЗ в размере 100-130 бп на дюрации 3-5 лет, в то время как в марте 2011 г. этот показатель снизился до 30-90 бп на тех же сроках. Таким образом, несмотря на сжатие спреда между кривой евробондов и синтетической долларовой кривой ОФЗ, валютный долг РФ с позиции инвестора по-прежнему является более выгодным вложением средств по отношению к рублевому госдолгу.

ДИАГРАММА 10. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ РОССИЙСКИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ И ДОЛЛАРАХ, ЯНВАРЬ 2010 Г.



Источник: расчеты «НБ Траст»

ДИАГРАММА 11. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ РОССИЙСКИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ И ДОЛЛАРАХ, МАРТ 2011 Г.



Источник: расчеты «НБ Траст»

Схожая динамика наблюдалась в корпоративном сегменте - премия, которую рублевые облигации предлагают к долларovým евробондам, в течение 2010 – в начале 2011 г. постепенно увеличивалась. Так, из графика следует, что в начале прошлого года валютная премия в чистом виде, которую рублевый выпуск Газпрома предлагал к схожему по дюрации евробонду, составляла около 300-350 бп, а на начало марта 2011 г. она выросла уже до 400-450 бп. По бумагам Северстали за тот же период наблюдалось аналогичное повышение валютной премии – примерно на 100 бп. В среднем валютная премия за 2010 – март 2011 г. по Газпрому составляла 330 бп, а по Северстали – 190 бп.

Несмотря на рост спредов между рублевыми и валютными облигациями, наблюдавшийся практически с начала 2010 по март 2011 г., евробонды российских компаний на протяжении всего периода все же выглядели более привлекательными на фоне аналогичных инструментов в рублях. Об этом явственно свидетельствует динамика спредов между синтетическими доходностями рублевых бумаг (рассчитаны с помощью NDF) и еврооблигациями тех же эмитентов. Так, на графиках видно, что в течение 2010 г., а также в первые три месяца текущего года спреды находились в отрицательной зоне. При этом наметившаяся в январе 2011 г. повышательная динамика в спредах между синтетическими доходностями в долларах и еврооблигациями, скорее всего, обусловлена ускорившимся на нестабильности на Ближнем Востоке и в Северной Африке ростом цен на нефть, который, в свою очередь, способствовал укреплению рубля. С нашей точки зрения, дальнейшее сужение спредов с текущих уровней является крайне маловероятным, несмотря на перспективы укрепления рубля (по крайней мере, в течение апреля и мая) и сохранения высоких цен на нефть. Скорее, мы можем увидеть стабилизацию в спредах, а затем, возможно, возврат к уровням третьего квартала прошлого года.

ДИАГРАММА 12. СПРЕДЫ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ГАЗПРОМА НА РУБЛЯХ И ДОЛЛАРАХ, 2010-2011 ГГ.

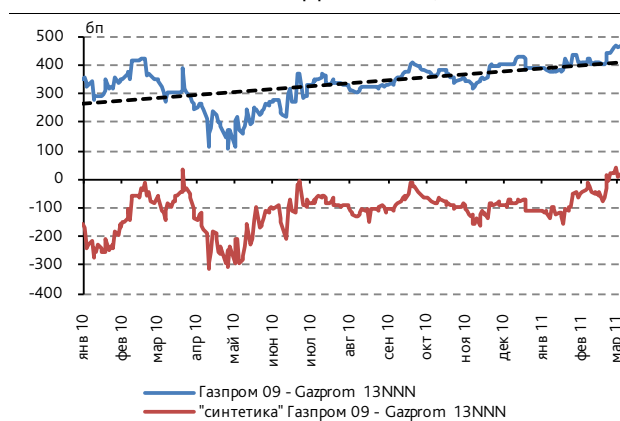
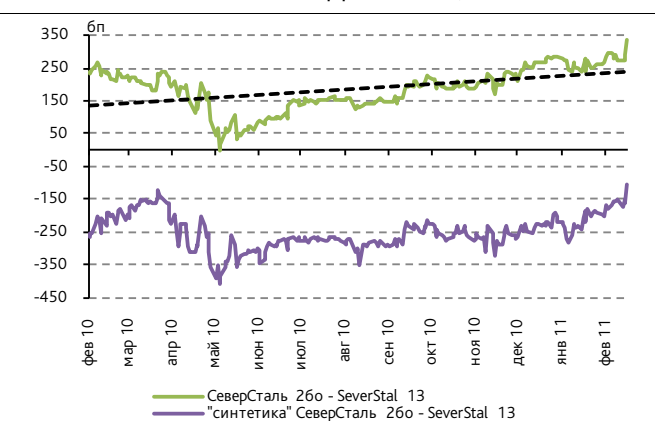


ДИАГРАММА 13. СПРЕДЫ ПО ОБЛИГАЦИЯМ СЕВЕРСТАЛИ НА РУБЛЯХ И ДОЛЛАРАХ, 2010-2011 ГГ.



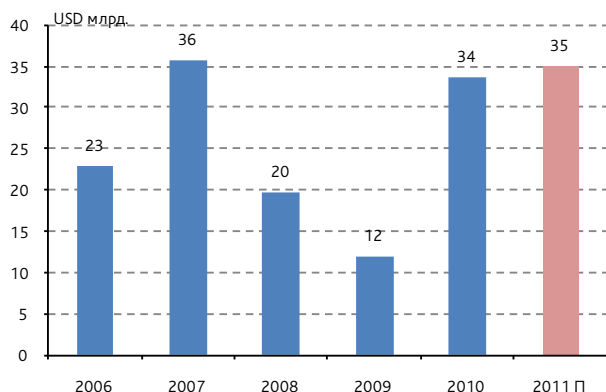
Источник: расчеты «НБ Траст»

Источник: расчеты «НБ Траст»

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В 2010 Г.: СТРЕМИТЕЛЬНЫЙ РОСТ И СМЕЩЕНИЕ В РИСК

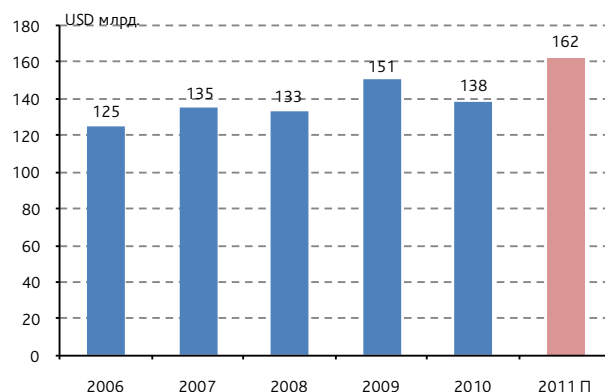
Прошедший год ознаменовался возобновлением активности российских эмитентов на первичном рынке еврооблигаций - объем новых выпусков по сравнению с 2009 годом вырос более чем вдвое, составив USD33.6 млрд. В нашем понимании, столь стремительное восстановление было вызвано в основном дешевизной заемных средств, выраженной в низком уровне ставок на рынке, а также более оптимистичными оценками ситуации со стороны компаний и обилием ликвидности на рынке. В то же время общий объем российского рынка еврооблигаций за 2010 г. сжался на USD13 млрд. и по состоянию на конец периода составил USD138 млрд. Учитывая запланированные на текущий год погашения евробондов, а также размещение новых выпусков, объем российского рынка валютного долга по итогам 2011 г. может составить около USD162 млрд.

ДИАГРАММА 14. ОБЪЕМ ВЫПУСКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ, 2006-2011 ГГ.



Источник: Reuters, www.cbonds.info, расчеты НБ «ТРАСТ»

ДИАГРАММА 15. ОБЪЕМ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ, 2006-2011 ГГ.

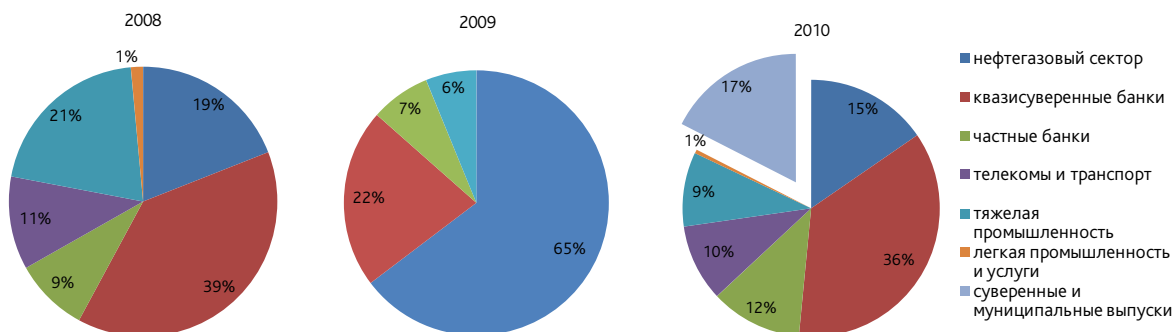


Источник: расчеты НБ «ТРАСТ»

За прошедший год поменялась и структура российского первичного рынка еврооблигаций – если в 2009 г. львиную долю размещений провели компании нефтегазового сектора, то в прошлом году фаворитом здесь стал банковский сектор, выпустивший чуть меньше половины всех евробумаг. Примечательно также, что прирост доли банковского сектора шел в основном за счет квазисуверенных заемщиков, в то время как доля частных банков в объеме размещенных евробондов увеличилась лишь на 4.5 п.п. по сравнению с 2009 г.

Мы бы хотели обратить внимание на то, что трактовать произошедшие в прошлом году столь значительные изменения в структуре первичного рынка евробондов как некий «тектонический сдвиг» было бы неправомерно. Учитывая схожесть показателей 2008 и 2010 гг. следует, скорее, говорить о возврате российского первичного рынка еврооблигаций в нормальное состояние. При этом резкий рост размещений со стороны нефтегазовых компаний в 2009 г. мы склонны связывать с наиболее острой фазой мирового финансового кризиса и сжатием ликвидности на рынке, в результате чего денежные средства доставались лишь самым сильным игрокам.

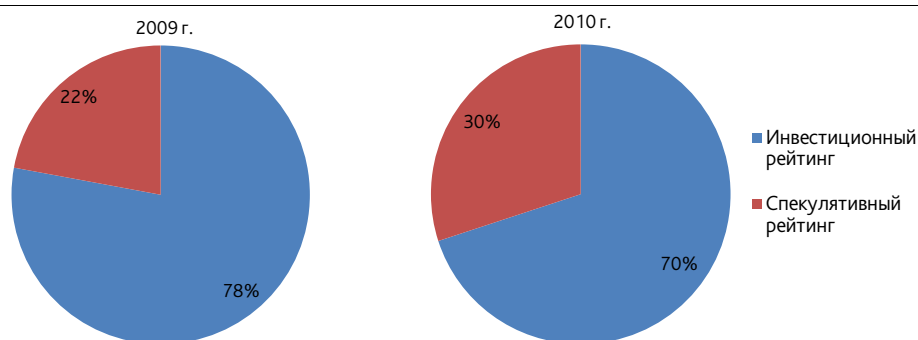
ДИАГРАММА 16. СТРУКТУРА ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ ЭМИТЕНТАМИ ПО ОТРАСЛЯМ В 2008-2010 ГГ.



Источник: расчеты НБ «ТРАСТ»

Еще одной характерной для рынка еврооблигаций чертой в 2010 г. стало пусть и незначительное, но все же увеличение доли эмитентов со спекулятивными рейтингами. В основном этому способствовал выход на рынок с крупными выпусками таких компаний, как Алроса, Северсталь и Альфа-Банк. Увеличение доли рискованных активов в 2010 г. произошло даже несмотря на солидные суммы, предложенные рынку новыми квазисуверенными заемщиками в лице ВЭБа, РЖД и Совкомфлота, а также уже знакомыми инвесторам компаниями с инвестиционными рейтингами - ТНК-ВР, Банк Москвы и ВТБ.

ДИАГРАММА 17. СТРУКТУРА ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ КОРПОРАТИВНЫМИ ЭМИТЕНТАМИ ПО РЕЙТИНГОВЫМ КАТЕГОРИЯМ, 2009-2010 ГГ.

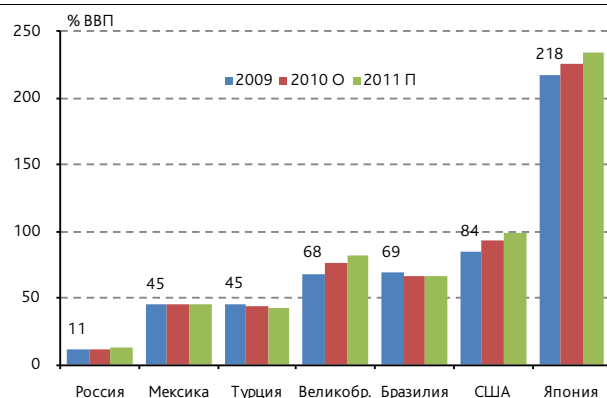


Источник: расчеты НБ «ТРАСТ»

## РОССИЯ НА ЕВРОБОНДАХ: ВОЗВРАЩЕНИЕ ПОСЛЕ 12-ЛЕТНЕГО ПЕРЕРЫВА

Знаковым событием 2010 г. стало возвращение России на рынок внешних заимствований. Иностранные инвесторы, успевшие с 1998 г. порядком «соскучиться» по российским суверенным обязательствам, обеспечили очень высокий спрос на размещенные бумаги – пятилетний выпуск **Russia 15** и десятилетний **Russia 20** общей стоимостью USD5.5 млрд. Дополнительным стимулом для инвестиций в еврооблигации России, с нашей точки зрения, могли стать достаточно низкие уровни госдолга в последние несколько лет. Особую важность данная характеристика приобретает на фоне сохраняющихся проблем еврозоны, а также растущего на рынках беспокойства касательно долговой нагрузки в экономике США. Ощутимую поддержку получили российские бумаги благодаря росту мировых цен на нефть (баррель Brent продемонстрировал положительную динамику с начала прошлого года и по его итогам подорожал на 16%).

ДИАГРАММА 18. ДИНАМИКА СООТНОШЕНИЯ ГОСДОЛГА К ВВП ДЛЯ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН, 2009-2011



Источник: October 2010 World Economic Outlook database, IMF

ТАБЛИЦА 1. ВЫПУСКИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В «ЭКЗОТИЧЕСКИХ» ВАЛЮТАХ

Выпуск	Валюта	Объем, млн. ед.	Размещение	УТМ, %
VEB 16C	CHF	400	17 фев 11	3.74
VTB 13CN	CNY	1 000	23 дек 10	2.95 (купон)
SberBank 14C	CHF	400	12 ноя 10	2.93
Moscow Bank 13C	CHF	350	10 сен 10	3.58
VTB 13C	CHF	300	16 авг 10	2.93
VTB 12S	SGD	400	11 авг 10	3.14
VTB 11C	CHF	750	10 авг 09	1.56
RussAgrBank 12C	CHF	150	30 апр 08	3.12
Gazprom 12Y	JPY	30 000	15 ноя 07	2.52
Gazprom 13P	GBP	800	08 июн 07	4.14

Источник: расчеты НБ «ТРАСТ»

Вместе с суверенной Россией на рынок еврооблигаций потянулись и квазисуверенные заемщики - РЖД, Совкомфлот и ВЭБ, который, в частности, реализовал сразу три выпуска на общую сумму USD3.2 млрд. Высокий спрос на бумаги данных эмитентов также подчеркнул заинтересованность инвесторов в объектах для инвестиций с хорошим кредитным качеством на EM.

Настоящим событием для российского рынка еврооблигаций в 2010 г. стали размещения ВТБ в сингапурских долларах и китайских юанях - банк стал первым эмитентом из России, выпустившим бумаги в этих валютах. Спрос со стороны инвесторов как на двухлетние евробонды в сингапурских долларах объемом около USD300 млн., так и на трехлетние, в юанях, на сумму порядка USD150 млн., значительно превысил предложение. При этом ВТБ впоследствии заявил, что не исключает дальнейших заимствований в экзотических валютах, включая корейские воны, бразильские реалы, японские иены и австралийские доллары с целью диверсификации источников фондирования.

Вернувшись весной 2010 г. на рынок внешних заимствований после 12-летнего отсутствия (!), российские власти не остановились на достигнутом и решили в феврале 2011 г. «удивить» рынок новым инструментом – первым выпуском суверенных еврооблигаций, деноминированных в рублях. Планы по размещению такого вида бумаг появились у властей еще в 2010 г., однако из-за не слишком благоприятной рыночной конъюнктуры было принято решение перенести выпуск на более поздний срок. В итоге Минфину удалось привлечь RUB40 млрд. под ставку 7.85%. Относительно небольшой, в нашем понимании, объем выпуска позволяет говорить о том, что ситуация на мировых рынках и в феврале была не очень благоприятной, а премия в 40 бп к кривой ОФЗ свидетельствовала о желании разместиться.

Мы полагаем, что к выпуску рублевого евробонда власти РФ подвигли следующие соображения. Во-первых, подобный инструмент служит цели привлечения большего числа иностранных инвесторов в рублевые финансовые активы и, более опосредованно, превращения рубля в полноценную мировую резервную валюту. Во-вторых, в более прикладном аспекте, Минфин ставил перед собой цель переложить задачу финансирования дефицита бюджета РФ не только на внутренний, но и на внешний рынки, то есть диверсифицировать базу инвесторов в госдолг, признавая, что спрос на ОФЗ со стороны нерезидентов в последнее время стал ослабевать. В-третьих, более стратегически, экспансия России на мировые долговые рынки тесно связана с планами по созданию в Москве международного финансового центра.

В пользу данной версии говорит структура размещения, при которой российским игрокам досталось лишь 4% выпуска. Стоит признать, что нерезиденты получили некоторые преференции перед локальными инвесторами в ОФЗ: при сопоставимой доходности юридические и отчасти страновые риски в случае рублевых еврооблигаций значительно ниже. Подводя итоги размещения, российский Минфин заявил о намерении в ближайшие годы продолжить практику выпуска рублевых еврооблигаций.

## ЕВРОБОНДЫ В РУБЛЯХ – МОДА СЕЗОНА-2011

Мы считаем, что рублевые еврооблигации должны стать востребованной модой сезона 2011-2012 гг., и что за суверенным инструментом последуют размещения квазисуверенных компаний и банков, а затем, вероятно, и крупных частных компаний с большими потребностями в заемном финансировании, но не желающих брать на себя валютные риски. Рублевые еврооблигации имеют ряд неоспоримых плюсов как для инвесторов (организационно-юридические риски сопоставимы с аналогичными у евробондов, а доходности выше; большие объемы эмиссий), так и для заемщиков (при прочих равных, доходности по ним ниже, чем по рублевым облигациям; потенциально более широкая база инвесторов; отсутствие необходимости брать валютные риски). Кроме того, запуск института рублевых еврооблигаций отвечает стратегическим целям финансовых регуляторов РФ:

- ограничению валютных рисков компаний и банков и, соответственно, недопущению сценария осени 2008 – лета 2009 г., когда ВЭБ был вынужден помогать эмитентам рефинансировать их валютные обязательства
- популяризации рубля в качестве валюты публичных заимствований на мировых финансовых рынках

Можно говорить о том, что до размещения суверенного выпуска евробондов в рублях (февраль 2011 г.) рынок российских рублевых еврооблигаций пребывал фактически в «зачаточном» состоянии: на нем присутствовали только два по-настоящему торгуемых инструмента: **RusHydro 15** и **RussAgrBank 13N**, да и те были размещены в 2010 г. До кризиса на рынок рублевых еврооблигаций выходили в основном не слишком известные

заемщики, объемы рынка были крайне незначительны и ликвидности в данных инструментах практически нет (см. таблицу ниже).

ТАБЛИЦА 2. ВЫПУСКИ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ В РУБЛЯХ

Выпуск	Размещение	Погашение	Объем, RUB млн.	Индекс ликвидности	YTM, %
Russia 18R	10 мар 11	10 мар 18	40,000	99	7.270
RussAgrBank 16R	17 мар 11	17 мар 16	20,000	99	8.202
RusHydro 15	28 окт 10	28 окт 15	20,000	98	7.924
RussAgrBank 13N	25 мар 10	25 мар 13	30,000	97	6.630
Red Arrow 12R	30 мар 06	30 июн 12	2,285	48	7.129
Business Alliance 12R	07 авг 07	25 апр 12	1,553	24	9.629
AlZK 11R	27 июл 07	10 ноя 11	2,080	0	
Russian Post 12R	05 июн 07	21 май 12	3,500	0	
Yuzhtelekom 13R	04 июн 08	04 дек 13	3,500	1	
VTB 12R	06 дек 07	28 ноя 12	30,000	0	

Источник: расчеты «НБ Траст»

С нашей точки зрения, рынок рублевых еврооблигаций в 2011 г. получит огромный импульс после размещения суверенной России. Так, в марте РСХБ выпустил пятилетние евробонды на RUB20 млрд., ранее о желании снова занять в рублях заявляла компания «РусГидро». В свою очередь, глава Минфина А. Кудрин выразил уверенность, что после размещения суверенных бумаг, установивших своего рода «точку отсчета» для еврооблигационных инструментов в рублях, российским компаниям будет проще выйти на данный рынок.

Помимо описанных выше достоинств рублевых евробондов, для инвесторов вложения в подобные бумаги могут быть интересны, учитывая тенденцию к укреплению национальной валюты, которая сохранится как минимум до конца первого полугодия 2011 г. И хотя в долгосрочной перспективе, с точки зрения инвестора-нерезидента, рублевые еврооблигации представляются нам достаточно волатильной инвестицией по сравнению с инструментами в евро и долларах, для большинства инвесторов, желающих вложиться в Россию, по соотношению «риски/доходность» они могут оттенить обычные бумаги в рублях.

Мы ожидаем, что только со стороны квазигосударственных компаний и банков сегмент рублевых еврооблигаций пополнится в 2011 г. как минимум 5-8 ликвидными бондами. Вопрос равноправного допуска к размещению как нерезидентов, так и российских заемщиков пока остается дискуссионным и не до конца прозрачным для нас, но минимальные премии к рублевым бондам или их отсутствие, определенно будут заслуживать пристального внимания со стороны рынка.

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В 2011 Г.: ОБЪЕМЫ СОХРАНЯТСЯ, КОНКУРЕНЦИЯ УСИЛИТСЯ

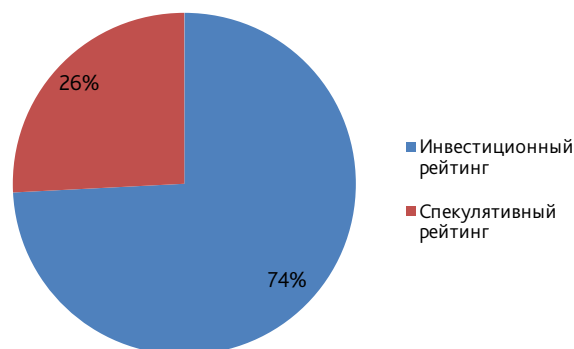
Перспективы 2011 г. для российского рынка еврооблигаций нам видятся умеренно позитивными - объем первичного рынка мы оцениваем на уровне USD30-35 млрд., что сопоставимо с показателем 2010 г. Высокая вероятность сохранения низких ставок в США и дальнейшее проведение относительно мягкой кредитно-денежной политики будут способствовать созданию ликвидности на рынке. На этом фоне российские еврооблигации, принимая во внимание наблюдающийся в начале 2011 г. рост цен на нефть, имеют неплохие шансы привлечь часть этих средств. Тем не менее существенными преградами для положительной динамики в евробондах может стать как постепенное увеличение ставок ЕЦБ ввиду ускоряющейся в регионе инфляции, так и очередное обострение долгового кризиса в еврозоне. Определенное давление на финансовые рынки могут оказать также последствия разрушительного землетрясения и цунами в Японии, случившегося в середине марта, однако мы полагаем, что данный фактор не будет долгоиграющим и не сможет серьезно помешать восстановлению мировой экономики.

ДИАГРАММА 19. ПРЕДПОЛАГАЕМАЯ СТРУКТУРА ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ ЭМИТЕНТАМИ ПО СЕКТОРАМ, 2011 Г.



Источник: Reuters, www.cbonds.info, расчеты НБ «ТРАСТ»

ДИАГРАММА 20. ПРЕДПОЛАГАЕМАЯ СТРУКТУРА ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ КОРПОРАТИВНЫМИ ЭМИТЕНТАМИ ПО РЕЙТИНГОВЫМ КАТЕГОРИЯМ, 2011 Г.



Источник: Reuters, www.cbonds.info, расчеты НБ «ТРАСТ»

Начавшееся в России ужесточение монетарной политики может также возыметь эффект на рынок еврооблигаций. Повышение ставок на внутреннем рынке (по нашим ожиданиям, составит около 50 бп) вынудит компании частично переориентироваться на рынок внешний, что создаст в евробондах дополнительную конкуренцию. Это, вероятно, побудит эмитентов предлагать схожую премию по новым выпускам в сравнении с обращающимися инструментами.

### СТРУКТУРА РЫНКА: КВАЗИСУВЕРЕННЫЕ БАНКИ БУДУТ НАСТУПАТЬ

В структурном отношении первичный рынок российских еврооблигаций увидит дальнейшее снижение доли нефтегазовых компаний и существенное наращивание присутствия квазисуверенных банков (рост около 10 п.п.). Рейтинговая структура первичного рынка в 2011 г. также претерпит определенные изменения – доля бумаг компаний с инвестиционным рейтингом в общем объеме размещений вырастет на 4 п.п. Увеличение рыночной доли низкокачественных заемщиков кажется нам при этом маловероятным.

Нефтегазовые компании, а также эмитенты из промышленной сферы вряд ли будут проявлять в 2011 г. ту же активность, что и годом ранее. Планы Газпрома занять на рынке около USD2 млрд. вряд ли можно считать из ряда вон выходящим событием, учитывая обращающиеся объемы публичного долга газовой монополии. ТНК-BP, в свою очередь, может выпустить евробонды для рефинансирования выпуска на USD500 млн., гасящегося в июле. Кроме того, мы ожидаем дебюта ММК на рынке еврооблигаций в связи с намерениями выкупить у турецкого партнера долю в совместном проекте за USD485 млн.

В банковском секторе мы ждем солидного объема предложения, прежде всего от ВЭБа, Сбербанка и ВТБ. Так, ВЭБ ранее заявил о своем намерении занять в различных валютах порядка USD7 млрд., планы Сбербанка ограничиваются USD4 млрд., а новые размещения ВТБ могут составить USD2.5 млрд. В этом свете нам представляется, что динамика по бумагам ВТБ и в особенности ВЭБа будет несколько хуже рынка из-за большого навеса предложения. В то же время выпуски Сбербанка будут выглядеть более привлекательно, учитывая не слишком большую, по меркам банка, сумму предполагаемого к размещению нового долга.

## ВЫПУСК 30-ЛЕТНИХ ЕВРОБОНДОВ ПРИВЛЕЧЕТ НА РЫНОК СИЛЬНЫХ ЗАЕМЩИКОВ

Компании энергетического сектора, а также представители нефтехимической промышленности вряд ли будут активны в плане новых заимствований на рынке публичного долга, а еврооблигационный рынок ритейла и легкой промышленности продолжит пребывать в зачаточном состоянии. Неясные перспективы развития электроэнергетики, связанные с участвовавшими в последнее время попытками властей ужесточить тарифное регулирование, а также отсутствие рейтингов от международных агентств вряд ли являются удачной средой для новых размещений. Вероятное рефинансирование евробондов ЕвроХима (погашаются в марте 2012 г.), если и произойдет, то, скорее, на рублевом рынке.

Телекоммуникационный сектор в течение оставшейся части года может добавить к общему объему первичного размещения около USD1 млрд. за счет вероятного выпуска ВымпелКома. Компания в феврале уже разместила еврооблигации на USD1.5 млрд., ожидаются и дополнительные заимствования на общую сумму USD1.3 млрд. Планы МегаФона по выпуску USD1.5 млрд., могут так и остаться планами, учитывая, что компания уже давно заявляла о намерении выпустить евробонды, но так и не осуществила задуманное. Ждать размещения в иностранной валюте, от МТС, с нашей точки зрения, также не стоит. Однако, если компания все-таки решится выпустить еврооблигации, они, вероятно, будут деноминированы в рублях.

Принимая во внимание планы российского Минфина занять на внешних рынках не более USD7 млрд., полагаем, что суверенные выпуски, как и в 2010 г., составят не более 20% от общего объема размещенных евробондов. Примечательно, что в середине марта российские власти заявили о вероятности выпуска 30-летних евробондов в долларах США – впервые после дефолта 1998 г. Учитывая, что новый выпуск станет своего рода точкой отсчета для компаний, вероятность выхода сильных заемщиков на долговой рынок с предложением длинных бумаг в 2011 г. повышается.

## МАКРОЭКОНОМИКА: НАДЕЖДА НА СТРУКТУРНЫЕ СДВИГИ

- В 2011 г. мы ожидаем сохранения умеренного роста ВВП на уровне, близком к 4.1%. Наблюдаемое во 2П 2010 г. оживление в инвестициях и промышленности имело в основном восстановительный характер, стимулом к которому послужил устойчивый рост реальных доходов населения и падение процентных ставок.
- Положительное воздействие фактора отложенного спроса, характерного для посткризисного восстановления, постепенно пойдет на спад, даже для выхода на прошлогодние темпы, когда ВВП вырос на 4%, потребуются уже гораздо более сильные стимулы.
- По нашим оценкам, среднегодовая стоимость нефти по итогам 2011 г. сложится на уровне USD90-105 долларов за баррель, что поможет сократить **дефицит бюджета до 1.5% ВВП** против изначально запланированных 3.6%. Подросшие экспортные доходы могут подстегнуть потребительский спрос через канал увеличения бюджетных расходов, но положительный эффект от удорожания нефти на российскую экономику будет ограниченным, поскольку львиная доля повышения потребительской активности транслируется в ускорение роста импорта.
- Прогнозируем довольно динамичный рост **инвестиций в 2011 г. – на 7%** против 6% годом ранее. Основные надежды по росту инвестиционной активности мы возлагаем на масштабные госпроекты (Олимпиада-2014, саммит АТЭС, ЧМ-2018).
- Видим более умеренный рост **промпроизводства в 2011 г. – на 5.2%** против 8.2% годом ранее. Драйверами роста станет обрабатывающая отрасль и добывающий сектор. В сфере обработки делаем ставку на автомобилестроение (с учетом господдержки), выпуск машин и оборудования и на производство строительных материалов, сопряженное с повышением инвестиционной активности под реализацию инфраструктурных госпроектов.
- Ожидаем сохранения высокой **инфляции – 8.5% в 2011 г.** против 8.8% годом ранее. Основные источники инфляционного давления – последствия засухи, мягкой монетарной и фискальной политики 2010 г., дополненные ростом тарифов и рисками увеличения бюджетных расходов.
- Повышенный инфляционный фон вынудит ЦБ продолжить **ужесточение монетарной политики** с помощью всего арсенала доступных регулятору средств – подъем процентных ставок и резервных требований, укрепление рубля. Мы прогнозируем потенциал повышения ставок до конца 1П 2011 г. в 50 бп, а резервных требований – в 100-200 бп. Во 2П 2011 г. ставки останутся неизменными.
- Прогнозируем ускорение роста **розничной торговли до 4.6% в 2011 г.** против 4.4% годом ранее. Среди факторов роста – оживление кредитной активности, снижение нормы сбережений, рост доходов населения и укрепление рубля, удешевляющее импорт. Ожидания по росту реальных располагаемых доходов мы связываем не столько с **ростом реальных заработных плат на 4.5% против 4.2% годом ранее**, сколько с запланированным повышением пенсий, а также высокой вероятностью сверхплановых социальных выплат в предвыборный период.
- Мы верим в **потенциал укрепления рубля на горизонте 1-2 месяцев на 1.0-1.5%**, допуская, что сезонное замедление притока валюты по счету текущих операций будет компенсировано ослаблением оттока капитала. Во 2П 2011 г. динамика рубля будет целиком зависеть от состояния капитальных потоков – если мощного притока капитала не произойдет, то курс рубля до конца года, вероятнее всего, будет демонстрировать боковой тренд.
- Сочетание повышения налоговой нагрузки, профицитного бюджета в первые месяцы года и ужесточение денежно-кредитной политики к лету может транслироваться в **ухудшение состояния ликвидности** с последующим возможным повышением стоимости привлечения на МБК примерно на 50-75 бп.

ТАБЛИЦА. МАКРОИНДИКАТОРЫ ЭКОНОМИКИ РФ

		2007	2008	2009	2010	2011П
ВВП	% г/г	8.5	5.2	-7.9	4.0	4.1
Промышленное производство	% г/г	6.8	0.6	-9.3	8.2	5.2
Инвестиции в основной капитал	% г/г	22.7	9.9	-15.7	6.0	7.0
Реальная заработная плата	% г/г	17.2	11.5	-3.5	4.2	4.5
Оборот розничной торговли	% г/г	16.1	13.5	-4.9	4.4	4.6
Инфляция (ИПЦ)	% г/г	11.9	13.3	8.8	8.8	8.5
Дефицит/профицит бюджета	% ВВП	5.4	4.0	-5.9	-4.0	-1.5
Цена на нефть (среднегодовая, Urals)	USD/барр.	69.3	94.4	61.1	78.2	100.0
Торговый баланс	USD млрд.	130.9	179.7	111.6	151.4	173.0
Счет текущих операций	USD млрд.	77.8	103.7	49.4	71.1	84.0
Чистый приток/отток капитала частного сектора	USD млрд.	81.7	-133.9	-56.9	-35.3	10.0
Внешний долг	USD млрд.	463.9	480.5	467.2	488.5	509.0
Золотовалютные резервы	USD млрд.	478.8	426.3	439.5	479.4	545.0
USD/RUB		24.55	29.38	30.24	30.48	30.02
EUR/USD		1.46	1.40	1.43	1.34	1.28
Бивалютная корзина		29.6	34.6	36.11	35.11	33.8
NDF 1у	%	5.26	23.50	6.55	4.92	5.30

Источник: Росстат, Банк России, Минфин, ММВБ, Reuters, прогнозы НБ «Траст»

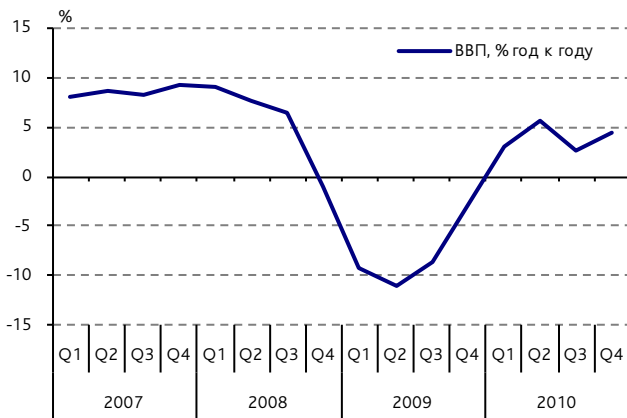
## РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА: УМЕРЕННОСТЬ РОСТА И НЕОБХОДИМОСТЬ СТИМУЛОВ

### Постепенное замедление восстановительного роста

Итоги 2010 г. не продемонстрировали каких-либо качественных изменений роста российской экономики. Если восстановление экономики в 2009 г. характеризовалось масштабным сокращением запасов, которое по инерции подстегнуло производство в 1П 2010 г., то после наблюдаемого в 3К 2010 г. переломного момента между двумя фазами восстановительного роста (торможение экономики в этот период мы не склонны объяснять только засухой) экономика вошла в стадию накопления запасов.

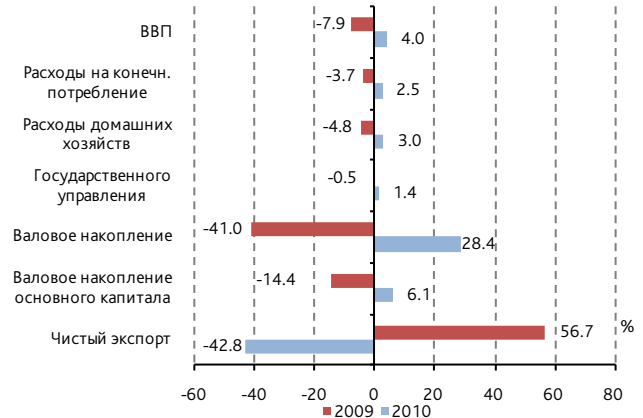
Излишне оптимистичные настроения производителей обернулись опережающей динамикой промышленности (рост на 6-7% г/г в течение 2П 2010 г.). Между тем увеличение предложения продукции не было встречено сопоставимым внутренним спросом, часть которого шла на покупку импорта, а другая – была «зажата» в тиски разгоняющегося роста цен, что в конечном итоге и трансформировалось в накопление товарно-материальных запасов.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ВВП, 2007-2010 ГГ.



Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВВП



Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

Вопреки довольно хорошей динамике реальных располагаемых доходов (+4.3% в 2010 г. против +2.1% годом ранее) и росту товарооборота (+4.4% в 2010 г. против -4.9% годом ранее), конечное потребление подросло лишь на 2.5%, что обеспечило около 1.7 п.п. прироста ВВП. Причем положительное воздействие от увеличения потребительской активности практически полностью компенсировалось негативным эффектом от ускорения роста импорта, из-за чего сокращение чистого экспорта в реальном выражении достигло в 2010 г. 42.8%, что, по нашим оценкам, эквивалентно «изъятию» порядка 3.5 п.п. ВВП. Единственным источником качественного прироста ВВП стали инвестиции в основной капитал, но их увеличение составило лишь 6.1%, или около 1.3 п.п. добавленной стоимости ВВП.

В сухом остатке получается, что более 90% всего прироста экономики в 2010 г., составлявшего 4%, объясняется ростом валового накопления, который по итогам года достиг 28.4%. Опережающая динамика увеличения запасов может продолжиться и в начале 2011 г., что придаст ускорение производству, однако главный риск здесь заключается в том, что запасы нельзя наращивать бесконечно, рано или поздно производители «почувствуют» отставание спроса от предложения и отреагируют замедлением производства.

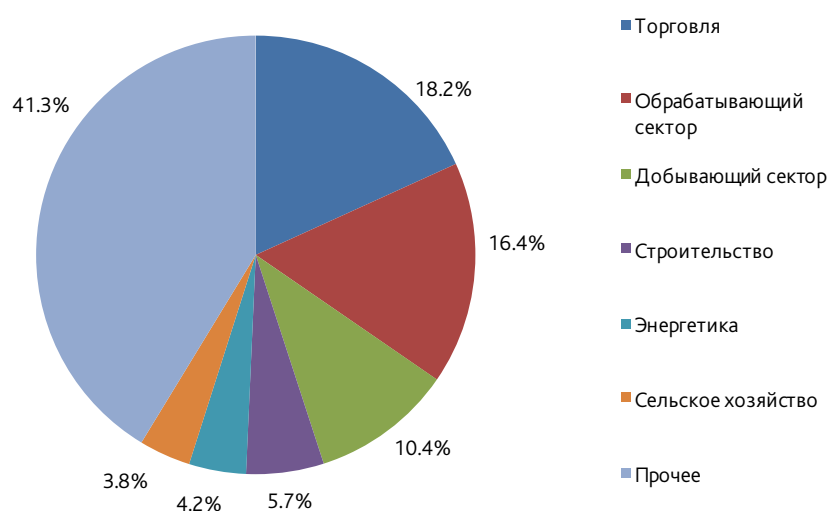
### В 2011 г. ставка на инвестиции, дорогую нефть и внутренний спрос

Одной из главных причин, притормозивших рост экономики в 2010 г., стало падение производства в сельскохозяйственном секторе вследствие потерь от аномальной засухи и пожаров прошлого лета. Спад сельского хозяйства в 3К 2010 г. составил 19.2%, а за весь 2010 г. насчитывал 10.7% г/г, что весьма значительно для данной отрасли. Всего, по нашим расчетам, падение в с/х лишило ВВП почти 0.5 п.п. и это только эффект,

поддающийся оценке. Если учесть, побочные негативные последствия, в числе которых ускорение продуктовой инфляции, реальные потери экономики от засухи оказываются гораздо сильнее. Так, по нашим оценкам, фактор неурожая добавил к показателю инфляции, составившей в 2010 г. 8.8%, порядка 0.8-1.0 п.п., причем инфляционное давление, связанное с дефицитом, будет ощущаться на протяжении подавляющей части 2011 г., пока не поступит новый урожай, а это финансовые потери для бизнеса.

Между тем первенство по темпам роста добавленной стоимости по-прежнему принадлежит обрабатывающей отрасли, продукция которой традиционно формирует львиную долю всего промышленного производства. Обрабатывающий сектор в 2010 г. вырос на 12.3% г/г против падения на 15.6% г/г годом ранее, обеспечив самый внушительный вклад в итоговый рост ВВП - порядка 2.0 п.п. Несмотря на лидирующую позицию по темпам роста, обрабатывающая отрасль, тем не менее, не дотягивает до докризисного уровня на текущий момент порядка 4-5%.

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА ВВП ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, 2010 ГГ.



Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

Вторыми по величине вклада в прирост ВВП стали сектор добычи и энергетики, - суммарно около 0.7 п.п., по нашим расчетам. За год объемы производства в этих секторах прибавили 4.7% и 5.5% соответственно, и именно эти отрасли могут считаться полноправными лидерами, поскольку в них производство превысило докризисные объемы. Катализатором для роста в добывающем секторе и энергетике стало восстановление мировой экономики и ожидание последующего усиления внешнего спроса на российские сырьевые товары и металлы. Добыча и энергетика росли не только как сопутствующие восстановлению металлургии отрасли, но и как полноценные экспортные позиции. Поддержкой нефтедобыче и нефтепереработке послужила более активная разработка месторождений (главным образом в Восточной Сибири) и благоприятная конъюнктура сырьевых рынков (рост цены на нефть на 38% г/г, Brent). Немаловажную роль в «отскоке» энергетики сыграла подрастающая потребность в электроэнергии ввиду низких температур прошлой зимы и высоких температур лета (охлаждение, кондиционирование), а также необходимости в ликвидации последствий летних пожаров.

Вклад сектора оптовой и розничной торговли в прирост ВВП оказался довольно скромным – лишь 0.9 п.п., притом что доля торговли в формировании ВВП достигает 20%. Довольно высокие темпы роста добавленной стоимости в секторе торговли в 2010 г. – 5.0% г/г, в основном объясняются реализацией отложенного спроса после спада продаж в 2009 г. на 6.5%. Росту торговли способствовала устойчивость предпочтений населения РФ. Доминирующее положение в структуре потребления российского покупателя занимают товары первой необходимости, объемы потребления которых практически не претерпели изменений даже в период кризиса, при этом только продукты занимают до 40% всей типичной потребительской корзины. Не добавляет оптимизма лишь то, что розничные

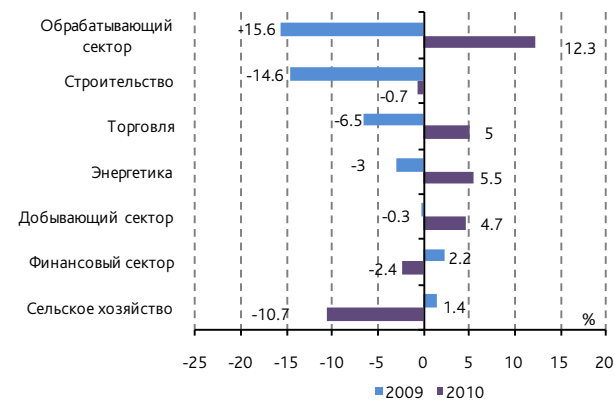
продажи росли в основном в денежном выражении, не без участия ускорения инфляции во 2П 2010 г., отраженного в повышении ценников.

С точки зрения оценки инвестиционной активности 2010 года наибольший интерес могут представлять данные по строительному сектору, поскольку подавляющая часть инвестиций – это вложения в капитальное строительство. Тот факт, что по итогам года его падение углубилось в сравнении со спадом в 2009 г. (с 14.6% еще на 0.7%), не должен вводить в заблуждение, поскольку спад в строительном секторе годом ранее был одним из наиболее сильных. Таким образом, даже динамичное восстановление строительной отрасли за счет масштабных инвестиций, прибавлявших во 2П 2010 г. по 10-11% г/г в месяц, не позволило сегменту к концу 2010 г. «выбраться» на докризисные уровни. Небольшим, но отрицательным, согласно пересмотренным данным Росстата, был и вклад операций с недвижимым имуществом.

Переход от двузначных годовых темпов роста инвестиций в 2010 г. к падению в начале 2011 г. мы не склонны пока ассоциировать со снижением инвестиционного спроса. Отметим, что высокая инвестиционная активность в конце прошлого года трансформировалась в опережающий рост промышленности, темпы которой в первые месяцы 2011 г. по инерции остались близкими к 6% г/г (на 6-7% г/г в месяц производство растет с июля 2010 г.). Динамичный рост выпуска сопровождается ускорением импорта и положительной динамикой в производстве стройматериалов, - а это признаки стабилизации спроса на инвестиционные товары.

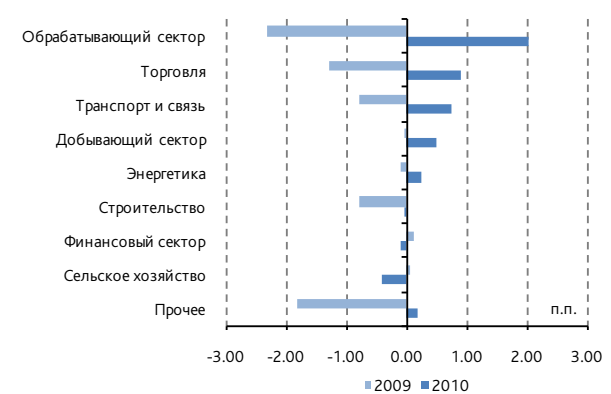
Возможно, что в начале 2011 г. инвестиции пошли на убыль, следуя за завершением крупных инвестиционных проектов, которое пришлось на 4К 2010 г. Немаловажную роль в сокращении инвестиционных возможностей играет и увеличение налоговой нагрузки. Не исключено, что из-за длинного цикла принятия инвестиционных решений предстоящие к реализации инвестпрограммы пока не отразились на статистике. Впрочем, вряд ли инвестиционная пауза будет продолжительной.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ОТДЕЛЬНЫХ СЕКТОРОВ, 2009-2010 ГГ.



Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 5. ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ В ПРИРОСТ ВВП, 2009-2010 ГГ.



Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

Мы сохраняем наше видение относительно того, что инвестиции станут одним из главных источников более качественного роста экономики в 2011 г. Прогнозировать высокую инвестиционную активность позволяют запланированные на ближайшую перспективу масштабные инфраструктурные госпроекты (Олимпиада-2014, Сколково, саммит АТЭС). Тем не менее на фоне динамичного увеличения инвестиций в 2010 г., в этом году стоит ожидать уже более умеренных темпов роста инвестиций в основной капитал. Главным сдерживающим фактором для инвестиций будет ограниченность господдержки (на долю несоциальных расходов в бюджете приходится лишь 20%) и снижение инвестиционных стимулов для корпоративного сегмента (ожидание роста ставок), а также ослабление эффекта базы. Согласно нашим консервативным оценкам, рост инвестиций в 2011 г. может составить порядка 7%.

Мы полагаем, что в 2011 г. есть все предпосылки для сохранения высоких цен на нефть. Превышение цен на «черное золото» запланированных в бюджете уровней обеспечит существенный прирост экспортных доходов. Однако сочетание растущей инфляции,

которая беспокоит население, и дорожающей нефти в предвыборный период значительно повышает риски увеличения социальных выплат «сверх плана», которые способны подстегнуть потребительскую активность, а с ней и не менее динамичные темпы роста импорта.

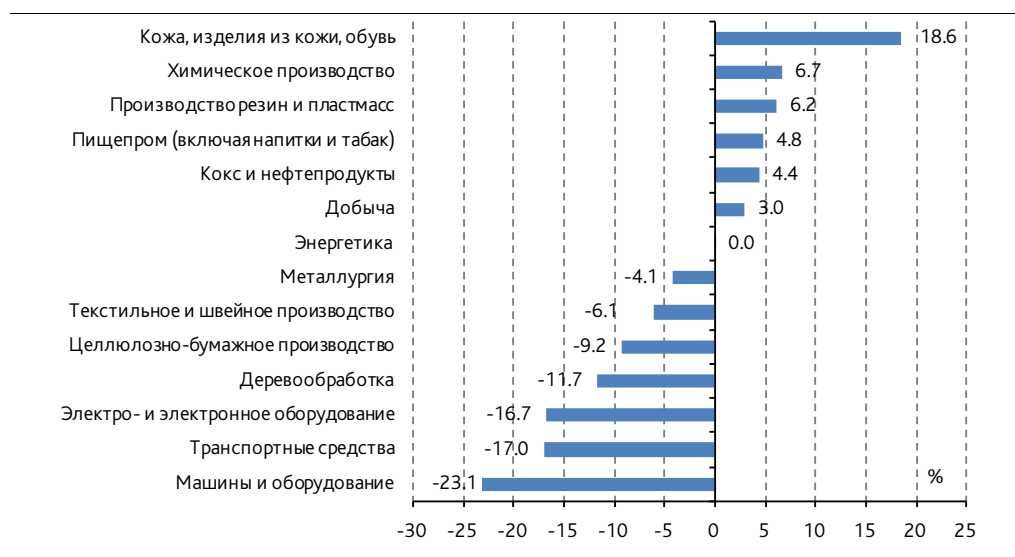
Хотя в своих прогнозах роста экономики на 2011 г. мы по-прежнему делаем ставку на внутренний спрос, ожидать сильного положительного эффекта от удорожания нефти, на наш взгляд, не стоит, поскольку увеличение потребительского спроса во многом транслируется в довольно динамичные темпы роста импорта, и чистый итог для экономики оказывается гораздо менее существенным, чем может показаться на первый взгляд.

Более высокие цены на нефть побуждают нас пересмотреть первоначальный прогноз по росту экономики в 2011 г. (3.8%) в сторону повышения. Однако в отсутствие роста импортозамещения и диверсификации экспортоориентированных производств, темпы роста российской экономики в 2011 г., на наш взгляд, вряд ли существенно превысят 4%. Более устойчивый и качественный рост возможен за счет повышения конкурентоспособности отечественных производителей, однако инфляционное давление и перспективы укрепления рубля будут препятствовать достижению этой цели. Ключевым риском остается высокая чувствительность к ухудшению конъюнктуры зарубежных экономик.

#### Рост промышленного производства в 2011 г. будет менее динамичным, но более качественным

В обрабатывающем сегменте превысить докризисные уровни удалось лишь пищевой (+5.4% в 2010 г.) и химической отрасли (+14.6%), а также нефтеперерабатывающему сектору (+5.0%). Да и то – столь хорошие результаты во многом обусловлены тем, что именно эти подотрасли сферы обработки пострадали во время кризиса меньше всего (спад на 0.6%, 6.9% и 0.6% в 2009 г. соответственно). Отскок пищевой промышленности практически полностью «обязан» росту доходов населения (около 4.3%) и консервативным предпочтениям потребителей, которые не сократили покупки основных товаров, несмотря на раскручивание инфляции до 8.8% в 2010 г. Динамика химической отрасли в целом была смешанной – отдельные химические производства время от времени демонстрировали то ускорение роста выпуска (минеральные удобрения, пластмассы), то спад (каучуки, аммиак).

ДИАГРАММА 6. ВЫПУСК РАЗЛИЧНЫХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ОТРАСЛЕЙ В 2010 Г. ПО СРАВНЕНИЮ С 2008 Г.



Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

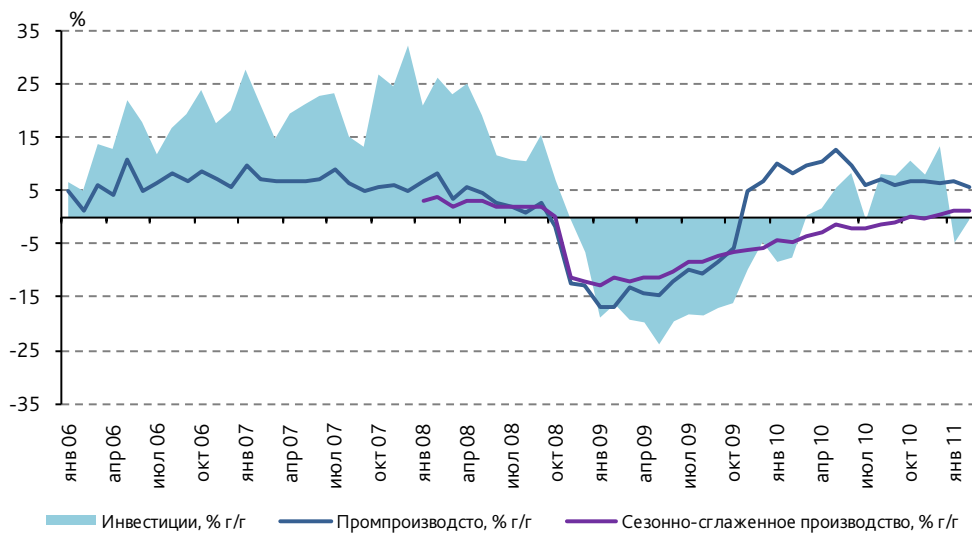
Между тем катализаторами роста промпроизводства в 2010 г. все же были несколько иные отрасли. В первую очередь к ним стоит отнести черную и цветную металлургию, которая после падения на ощутимые 14.7% в 2009 г. на протяжении всего 2010 г. в среднем демонстрировала двузначные темпы роста (12-17%, 12.4% - по итогам 2010 г.) и

«подтянула» за собой сектор добычи. Однако в текущем году темпы роста экспортоориентированных производств могут снизиться до однозначных цифр. Виной тому – перспектива укрепления рубля и удорожания финансирования на фоне повышения ставок, а также роста тарифов.

На удивление устойчивые высокие темпы роста (вопреки традиционной цикличности и сезонности) демонстрировал выпуск силового и энергетического машиностроения (в среднем 11-20% г/г, 12.2% по итогам 2010 г.). Однако эффект импортозамещения, на наш взгляд, не был столь значительным, так как темпы прироста внутреннего производства машин и оборудования были сопряжены с не менее высокими темпами роста сопоставимого импорта (+43.9% в 2010 г., доля машиностроения в импорте 50%). Между тем мы видим наличие объективных предпосылок для роста этого сегмента в 2011 г., поскольку в 2010 г. несмотря на динамичное восстановление, показатели производства машин и оборудования так и не вышли в положительную область.

Третьим локомотивом промышленности стало производство транспортных средств. Впечатляющий рост объемов производства в транспортной отрасли (+32.2% в 2010 г.) объясняется восстановлением по сравнению с провальным 2009 г. – ведь тогда спад производства транспортных средств был одним из наиболее сильных и составлял 37.2% г/г. Безусловно, подавляющая часть роста транспортного сектора «обязана» автопрому, не без участия масштабной господдержки за счет программы утилизации автохлама. По итогам 2010 г. производство легковых автомобилей удвоилось (+2.3 р. до 99.7 тыс. штук) и практически приблизилось к докризисным уровням.

ДИАГРАММА 7. ДИНАМИКА ПРОМПРОИЗВОДСТВА И ИНВЕСТИЦИЙ, 2006-2011 ГГ.



Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

Мы полагаем, что в 2011 г. сектор производства транспортных средств, главным образом автомобилестроение, останется в числе лидеров промышленности не столько по причине продления госпрограммы по замене автомобилей, сколько благодаря появившимся признакам общего повышения спроса на авто. Ведь в 2010 г. внушительными темпами росло производство не только легковых машин, но и автобусов (в 5 раз до 1.4 тыс. штук), и грузовиков (в 2.8 раз до 8 тыс. штук). Еще одним драйвером промпроизводства в 2011 г., на наш взгляд, будет динамичное увеличение выпуска стройматериалов (9-15% г/г в 2010 г.), которое подтянется за активизацией госинвестиций под инфраструктурные проекты.

Мы ожидаем, что обрабатывающая промышленность будет главным источником роста выпуска в 2011 г., но прошлогодних темпов ожидать уже не стоит, прежде всего из-за ослабления эффекта низкой базы, а также за счет поэтапного выхода на докризисные мощности производства. Немаловажным препятствием для промышленности станет ожидаемое укрепление рубля, которое вредит конкурентоспособности отечественных производств. На этом фоне мы считаем возможным 5.2% рост производства по итогам 2011 г.

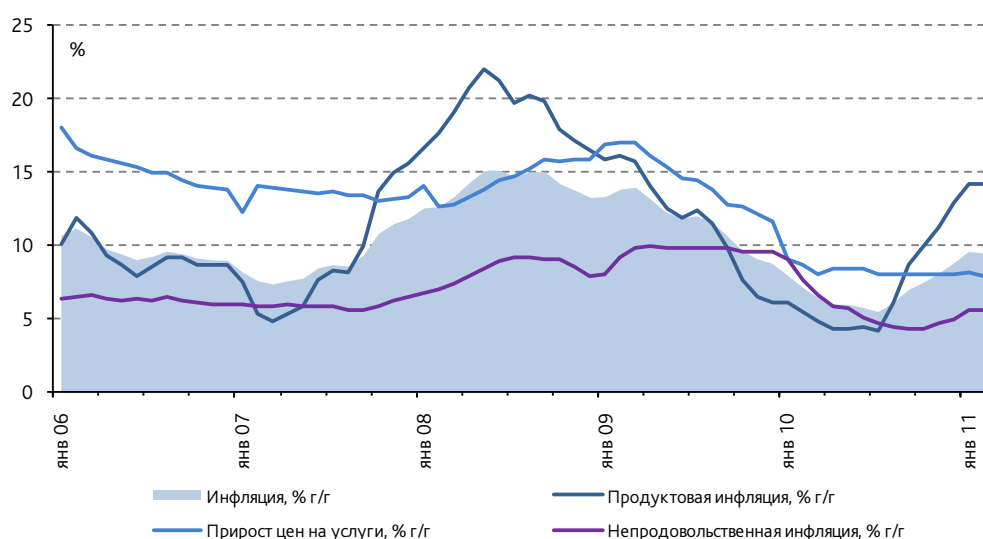
## ИНФЛЯЦИЯ РИСКУЕТ ПРЕВЫСИТЬ ОФИЦИАЛЬНЫЕ ПРОГНОЗЫ

### Последствия засухи, мягкой монетарной и фискальной политики 2010 г. – база для ускорения инфляции

В результате последствий неурожая 2010 г. и масштабных вливаний в экономику средств, эмитируемых за счет мягкой политики ЦБ и монетизации бюджетных расходов (трат из Резервного фонда), новый 2011 г. начался для российской экономики с повышенного инфляционного фона.

В январе ситуация усугубилась за счет сезонного скачка тарифов естественных монополий, усиленного повышением акцизов. В результате рост цен в начале 2011 г. оказался более динамичным, чем годом ранее (3.2% в январе-феврале 2011 г. против 2.5% за аналогичный период 2010 г.), что не преминуло сказаться на росте издержек производителей, сулящих новый виток роста цен, причем не только по продовольственной группе.

ДИАГРАММА 8. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ 2006-2011 ГГ.

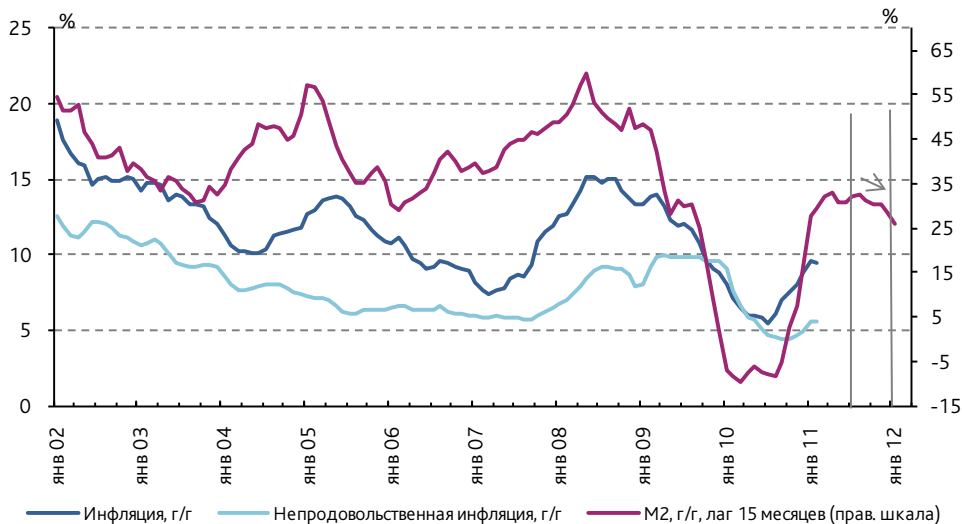


Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

Ответом на январское ускорение инфляции до 9.6% в годовом выражении против 8.8% по итогам 2010 г. стал целый комплекс антиинфляционных мер со стороны правительства. Причем первый важный шаг по смягчению последствий дефицита, обусловленного засухой, был предпринят еще 15 августа 2010 г. – с запретом на экспорт зерна. Ключевой мерой по ослаблению напряженности на локальном рынке зерновых стали стартовавшие в начале 2011 г. товарные интервенции из госфонда, призванные снизить стоимость как продовольственных, так и кормовых сортов зерна, а с ней и цены на ключевые продукты – крупы (гречку, пшено), муку, хлеб, макаронные изделия, а также мясо и молоко, цены на которые подвержены влиянию дефицита кормов. Для сдерживания инфляционных рисков не менее важно снижение, а в отдельных случаях и отмена импортных пошлин по ключевым продуктовым позициям. Положительный эффект от этой меры будет ощущаться в более отдаленной перспективе, когда для поддержания оптимального предложения продовольственных товаров потребуются восполнять недостающие мощности за счет импортируемых продуктов. С ростом опасений относительно удорожания топлива (доля которого в общем индексе потребительских цен вместе с услугами ЖКХ достигает 11%) в игру вступила Федеральная антимонопольная служба (ФАС), возбудившая дела против нефтяных компаний, чем вынудила последних пересмотреть свою ценовую политику.

Основным фактором инфляционного давления остается продовольствие, причем его вес в общем индексе потребительских цен в 2011 г. возрос до 38.5% против 37.97% годом ранее. Однако монетарные риски, на наш взгляд, сбрасывать со счетов не стоит. Согласно нашим эмпирическим исследованиям, инфляция в РФ достаточно коррелирована с ростом денежного предложения. Данные за последние 10 лет указывают на то, что в среднем ускорение роста денежной массы транслируется в ускорение общего индекса потребительских цен с лагом в 12-15 месяцев. Учитывая, что темпы роста денежного предложения начали ускоряться в 1П 2010 г. и достигли своих максимумов в 32% г/г летом, с точки зрения монетарной составляющей есть все предпосылки для повышенного инфляционного фона в 1П 2011 г.

ДИАГРАММА 9. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (M2), 2002-2011 ГГ.

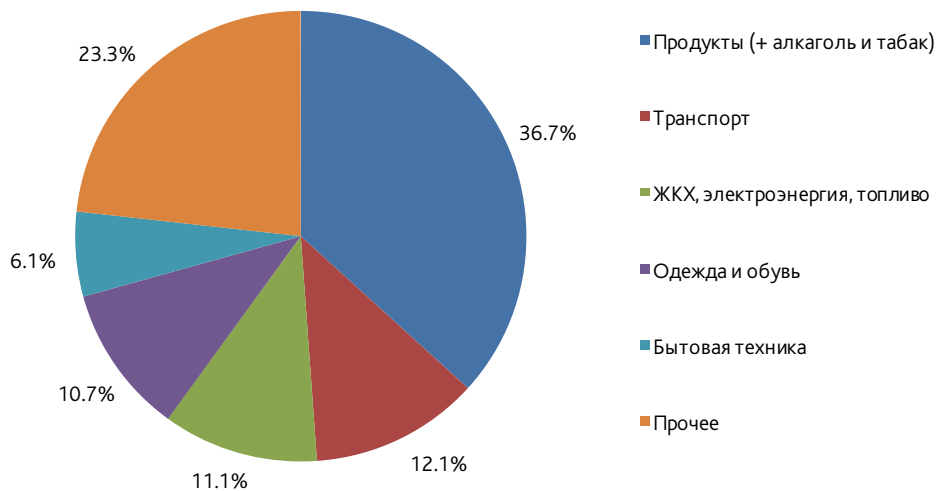


Источник: Росстат, Банк России, расчеты НБ «Траст»

Сохранение по-прежнему высоких темпов роста денежной массы (28.5% по итогам 2010 г.), обусловленное в том числе всплеском бюджетных расходов в декабре 2010 г., профинансированных из Резервного фонда (эквивалентно печатанию денег), создают «почву» для повышенных инфляционных рисков в начале 2012 г. Осознавая это, а также то, что положительный результат от антиинфляционных мер правительства проявляется на ценах лишь по прошествии некоторого времени, ЦБ вступил в борьбу с инфляцией еще в декабре 2010 г., начав новый цикл ужесточения монетарной политики с подъема депозитных ставок на 25 бп. В этой связи хотелось бы отметить грамотные антиинфляционные меры Минфина, предпринявшего ключевое, с точки зрения борьбы с инфляцией для 2011 г., решение – не просто отказаться от трат из Резервного фонда (основного источника монетарных рисков), но и перейти к его накоплению (фонд планируется удвоить до RUB1.45 трлн. в 2011 г.).

Последовавшее за антиинфляционным «натиском» постепенное замедление темпов роста цен в феврале (до 0.8% м/м против 2.4% м/м в январе) оказалось, тем не менее, неустойчивым. Что самое главное, оно во многом было «обязано» сезонному снижению фактора удорожания тарифов и административному контролю за ценами на топливо и энергоносители. Продовольственную инфляцию в ходе зерновых интервенций удалось лишь стабилизировать.

ДИАГРАММА 10. СТРУКТУРА ИНДЕКСА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (ИПЦ), 2011 Г.



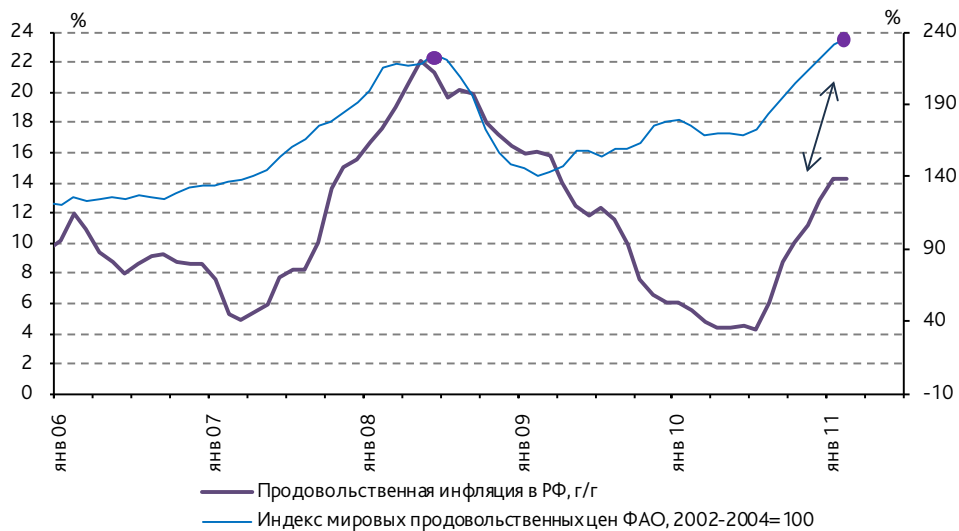
Источник: Росстат, расчеты НБ «Траст»

Мы сохраняем наше видение относительно того, что едва ли положительный эффект от правительственных мер будет продолжительным. Мы прогнозируем сохранение значительного инфляционного давления, обусловленного в основном продуктовой составляющей, по крайней мере до конца лета-начала осени 2011 г., когда на снижении ценников начнет сказываться поступающий в продажу новый урожай. Отметим, что, исходя из опыта прошлых лет, эффективность подавления роста цен за счет госинтервенций или вмешательства ФАС имеет определенные временные рамки. По мере ускорения роста издержек промышленных предприятий, которые производители перекладывают на покупателя, все труднее будет подавлять удорожание продовольствия, притом что сдерживанию административными мерами поддаются цены лишь на отдельные виды продуктов.

Растущие цены на нефть (ее средняя цена в 2011 г. прогнозируется нами на уровне близком к USD90-105 за баррель), предполагающие высокие риски возобновления удорожания бензина и солярки уже в ближайшем времени, осложняют контроль над повышением цен на топливо. Есть опасения, что реакцией на административное давление может стать снижение предложения топлива нефтеперерабатывающими компаниями, а при таком сценарии новый виток роста цен – лишь вопрос времени. Наиболее заметно удорожание солярки будет ощущаться на ценах с началом посевной ввиду востребованности этого вида топлива для заправки тракторов и другого сельхозоборудования. Проблема роста топливной составляющей издержек усложняется за счет сокращения в обращении запрещенного (согласно новому техрегламенту) топлива АИ-80, одного из наиболее дешевых сортов, используемых грузовиками, что повлечет необходимость его замещения более дорогими эквивалентами.

Стоит ли говорить, что удорожание любого сорта топлива (из-за протяженности территории РФ и сопряженных с этим колоссальных логистических и транспортных издержек) приведет к ускорению роста цен практически по всем категориям товаров. Инфляционные риски с/х сегмента сейчас сводятся к вероятности ухудшения качества и собираемости урожая. Недостаток средств, перекредитованность сельхозпроизводителей, удорожание удобрений, элеваторов и т.д. – все это снижает вероятность получения хорошего урожая, а значит создает предпосылки для усиления инфляционного давления.

ДИАГРАММА 11. ДИНАМИКА ПРОДОВОЛЬСТВЕННОЙ ИНФЛЯЦИИ 2006-2011 ГГ.



Источник: Росстат, FAO, расчеты НБ «Траст»

Не менее существенным источником инфляционных рисков в ближайшем времени будет «импортируемая» инфляция. По данным Продовольственной Организации ООН (Food and Agriculture Organization, FAO), мировой индекс цен на продовольствие превысил максимум (ранее отмеченный лишь в 2008 г.) уже в декабре 2010 г. и продолжает набирать обороты. Хотя рост цен на продукты сейчас имеет в основном локальную природу, в отличие от событий 2007-2008 гг., когда наблюдался продуктовый шок на мировых рынках, усугубление глобальных продовольственных проблем не может не отразиться на российских ценах, поскольку доля продовольствия в импорте крайне велика. При этом разрыв между локальной динамикой цен на продукты и динамикой мирового индекса продовольственной инфляции по версии FAO уже заметно сокращается (см. Диаграмму 11). Впрочем, этот эффект будет сдерживаться за счет укрепления рубля, делающего импорт более дешевым для российских покупателей. Однако перспективы укрепления национальной валюты на горизонте, превышающем 1-2 месяца, можно также подвергать сомнению.

Согласно последним отчетным данным, в годовом выражении инфляция приблизилась к 9.4%, что означает некоторое ее замедление по сравнению с началом текущего года. Улучшение ценовой динамики по продовольственной группе и топливу (благодаря правительственным мерам), дополненное укреплением национальной валюты, может, на наш взгляд, лишь отсрочить достижение годовой инфляции двузначных цифр. Непродовольственная инфляция и так пока не находит серьезного сопротивления со стороны спроса, а потребительская активность может заметно подрасти, если правительство все же пойдет на дополнительное увеличение бюджетных расходов. Заметно «ударит» по кошельку покупателей удорожание одежды и обуви (в основном из-за роста цен на текстиль на мировых рынках), поскольку подавляющая часть одежды и обуви импортируется (8% в структуре импорта), а также фармацевтических, парфюмерно-косметических товаров и чистящих средств (доля в импорте около 6%).

Мы ожидаем, что разгон цен в непродовольственном сегменте способен нивелировать эффект от замедления продовольственной инфляции, не способствуя снижению инфляционных ожиданий, а именно на них ориентируется ЦБ при принятии решения по ставкам. Мы по-прежнему прогнозируем превышение годовой инфляцией порога 10% уже весной 2011 г. с возможным выходом на 11% или даже 12% к середине года. Если в марте наблюдалось замедление инфляции до 0.6% м/м, то в апреле-мае ускорение роста цен может возобновиться, что обусловлено сравнением с низкими показателями апреля-мая 2010 г., когда темпы роста цен с 0.6-0.9% сократились до 0.3%-0.5%.

Между тем перспектива замедления инфляции во 2П 2011 г. практически полностью зависит от нового урожая, успешность которого находится под вопросом из-за финансовых затруднений, возникших в сельскохозяйственном секторе после прошлогодней засухи. При текущей ценовой динамике мы считаем официальный прогноз по инфляции в 6-7% труднодостижимым и расцениваем совокупные инфляционные риски как высокие, что вынуждает нас пересмотреть наш базовый прогноз по инфляции на 2011 г. в сторону повышения с 8.0% до 8.5%.

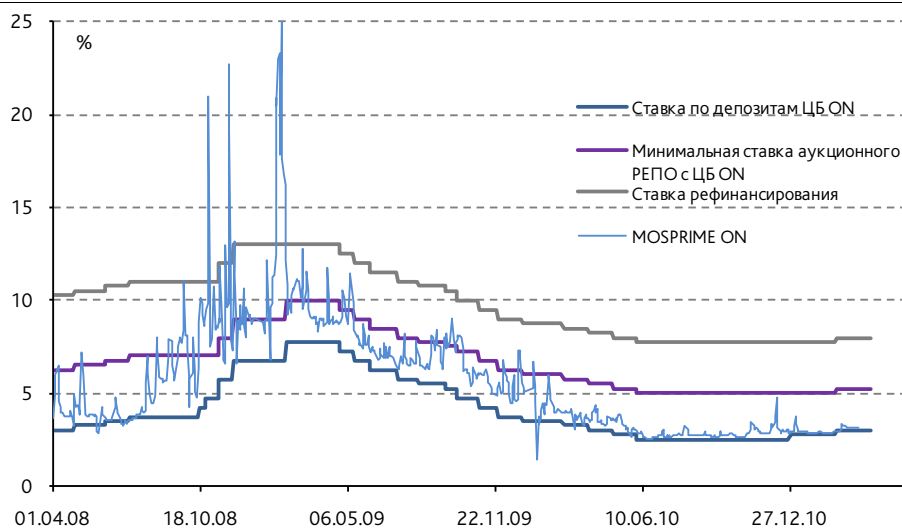
## МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА: КУРС НА ПОДАВЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

### Широкий арсенал инструментов, но два действенных средства

В условиях, когда устойчивость экономического роста подвергается сомнению, а инфляционный фон остается напряженным, денежно-кредитная политика Банка России является балансирующей между двумя противоречащими друг другу решениями – сохранять текущие параметры монетарной политики, чтобы поддержать экономику, допуская при этом ослабление контроля над ценами, либо продолжить ее ужесточение, но уже в ущерб экономическому росту.

В руках ЦБ сейчас находится целый арсенал различных инструментов для подавления инфляции, включая процентные ставки, резервные требования и укрепление рубля. При выборе оптимальной стратегии и эффективной комбинации инструментов денежно-кредитной политики Банк России всегда взвешивает сложившееся на текущий момент соотношение инфляционных рисков и рисков нестабильности экономического роста, и его решение основывается на том, какой из этих рисков вызывает большие опасения у регулятора в тот или иной момент времени.

ДИАГРАММА 12. ДИНАМИКА СТАВОК ИНСТРУМЕНТОВ ЦБ 2008-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, ММВБ, расчеты НБ «Траст»

Мы полагаем, что в условиях образовавшейся нестабильности все большее количество факторов принимает участие в формировании процентной политики Центробанка. Принимая решение, ЦБ ориентируется не только на инфляцию и ключевые индикаторы состояния экономики (инвестиции, доходы населения, потребительскую активность, динамику кредитования). Внимание Банка России все больше привлекает ухудшение внешнеэкономической ситуации, неопределенность относительно степени и продолжительности роста цены на нефть, распределение и доступность свободных средств на денежном рынке, а также неустойчивость капитальных потоков.

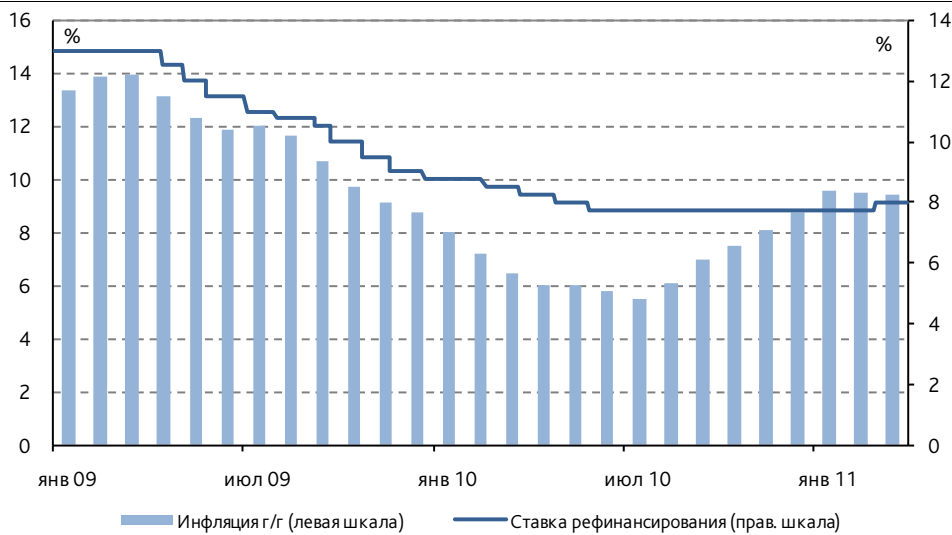
При комфортной ситуации с ликвидностью, которая складывается сейчас, наиболее эффективными инструментами по подавлению инфляции могут считаться повышение резервных требований и депозитных ставок, а также укрепление рубля. Применение нормативов обязательного резервирования может быть предпочтительней, поскольку, в отличие от повышения ставок, эта мера более предсказуемо воздействует на ликвидность и подразумевает меньшие процентные риски. Наиболее действенным методом борьбы с

инфляцией при избытке ликвидности принято считать укрепление рубля, напрямую подавляющее инфляционные риски через канал удешевления импорта, правда, удорожание российской валюты должно быть умеренным, чтобы не навредить конкурентоспособности отечественных производств.

**Кредитные ставки**

Повышение кредитных ставок сейчас вряд ли можно назвать эффективной мерой по обузданию инфляции. Когда, благодаря постоянной подпитке денежной системы за счет поступающих бюджетных средств, участники рынка не испытывают дефицита фондирования, а стоимость привлечения определяется в основном ценой средств на межбанковском рынке и сегменте междилерского РЕПО, кредитные ставки не являются реальным рычагом процентной политики, способным воздействовать на денежное предложение. Если при высокой ликвидности ЦБ все же идет на их повышение, подъем кредитных ставок следует, скорее, трактовать как те или иные сигналы, о которых регулятор хочет известить рынок.

ДИАГРАММА 13. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И СТАВКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ, 2008-2011 ГГ.



Источник: Росстат, ЦБ, расчеты НБ «Траст»

Если следовать логике, изложенной зампредом ЦБ Сергеем Швецовым в его недавнем интервью Reuters, повышение кредитных ставок, подобное февральскому, с одной стороны, может сигнализировать рынку об усилении рисков удорожания кредитных средств, с другой – преследует цель обозначения справедливого, по мнению ЦБ, ориентира верхней границы стоимости привлечения. Напомним, что при возникновении дефицита ликвидности ставка по прямому РЕПО с ЦБ на аукционной основе становится своеобразным «потолком» рыночных ставок, а стоимость депозитов в ЦБ – ориентиром нижней границы. При проблемах с ликвидностью ставки МБК подтягиваются к ставкам РЕПО, поскольку, не найдя нужного объема средств на межбанке, участники рынка все чаще обращаются за фондированием в ЦБ, и инструменты рефинансирования начинают «работать». Мы полагаем, что в отсутствие серьезных аргументов в пользу необходимости сдерживания инфляции, то есть если таковая начинает замедляться в годовом выражении (как это было в марте), Банк России предпочтет, скорее, сохранять кредитные ставки, в противном случае он обрекает рынок на заметное удорожание фондирования, когда возникнет дефицит ликвидности. А недооценивать риски ликвидности, на наш взгляд, не стоит.

Повышенная в феврале ставка прямого РЕПО с ЦБ на аукционной основе до 5.25% при таком сценарии кажется нам вполне оправданной, но вот дальнейшее повышение кредитных ставок означало бы, что при возникновении проблем с ликвидностью банкам придется привлекать средства у ЦБ уже не по 5.25%, а по 5.5% или 5.75%, а «подтягивание» коротких ставок денежного рынка (сейчас 2.75-3.0%) к такому уровню, с точки зрения долгосрочных кредитных рисков, совсем нежелательно.

### Депозитные ставки

Похожая неопределенность складывается и с использованием депозитной ставки. Напомним, что мы по-прежнему считаем текущий уровень процентных ставок недооцененным по сравнению с динамикой инфляции. Индикативная ставка рефинансирования составляет 8.0%, притом что годовая инфляция уже на уровне 9.4%. Казалось бы, реальная стоимость фондирования все больше уходит в отрицательную область, дестимулируя капитальные потоки, которые и так продолжают утекать из страны. Следуя этой логике, помимо использования укрепления рубля и повышения резервных требований, довольно оправданно со стороны ЦБ сейчас выглядело бы повышение депозитных ставок.

Однако следует помнить, что подъем депозитных ставок в глазах регулятора является гораздо более рискованным шагом, чем, скажем, увеличение резервных требований. Если более высокие ставки привлекут спекулянтов, зарабатывающих на carry-trade, капитальные потоки могут развернуться. Между тем при сильном притоке капитала, который создает чрезмерное повышательное давление на рубль, ЦБ не сможет уже отпустить рубль в более свободное плавание, ему потребуются интенсивные интервенционные покупки валюты, означающие вливание рублевой ликвидности на рынок, - а это усиливает инфляционное давление, круг замыкается. Отметим, что именно из-за усиления рисков возобновления притока капитала ЦБ не спешит сдвигать нижнюю границу плавающего коридора, а тем более расширять целевой коридор, что сделало бы укрепление рубля более явным.

Исходя из заявлений представителей ЦБ, регулятор предполагает сохранение цен на нефть не ниже USD70-80 за баррель, что само по себе создает среднесрочные риски притока капитала. При этом умеренный отток капитала, на наш взгляд, беспокоит ЦБ в меньшей степени, поскольку его наличие ослабляет потребность в увеличении покупок валюты и эмитируемых тем самым рублевых средств, помогая ЦБ бороться с инфляцией.

### Ожидаемый сценарий

Мы полагаем, что пауза в повышении ставок в марте была вызвана в том числе и фактором неопределенности капитальных потоков. Если в декабре-феврале опасения ЦБ сводились к ускорению инфляции, то в марте годовой темп прироста потребительских цен пошел на снижение – во многом благодаря укреплению рубля – и составил 9.4% г/г против 9.5% г/г месяцем ранее. Замедление инфляции, дополненное сокращением темпов роста денежной массы (до 25% г/г в январе 2011 против 28.5% г/г в 2010 г.), убедило ЦБ в отсутствии необходимости незамедлительного увеличения ставок, а растущие опасения относительно внешнеэкономической ситуации, помноженные на усиление рисков неустойчивости роста российской экономики (ухудшение динамики инвестиций, доходов населения), поставили под сомнение возможность их повышения.

Из нашего анализа ситуации следует, что наиболее «безопасными», и в то же время действенными способами контроля над ростом денежной массы и инфляцией сейчас служит умеренное укрепление рубля и увеличение отчислений в ФОР. Разрыв между ставками прямого РЕПО на аукционной основе и депозитными ставками находится на минимуме новейшей истории, составляя 2.25 п.п., что увеличивает вероятность того, что ЦБ если и будет повышать ставки по депозитам, то в паре с кредитными.

Учитывая преобладание в инфляции продовольственной компоненты и успехи ЦБ по замедлению роста денежного предложения (источника монетарной инфляции), прерогатива в борьбе с ростом цен пока формально ложится на правительство. Между тем, если административные меры окажутся малоэффективными, а инфляционный фон – высоким, Банк России может быть вынужден снова вступить в игру, чтобы сдерживать рост цен хотя бы подавлением инфляционных ожиданий, что небезосновательно, ведь они, как показывает практика, – одна из основных составляющих инфляции.

Если учесть, что в апреле-мае 2011 г. есть все предпосылки для ускорения годовой инфляции, ЦБ может в апреле выступить с новым повышением всех ставок на 25 бп, правда, при условии, что и экономическая ситуация при этом улучшится. Ввиду возможного, хотя и временного, ухудшения состояния ликвидности на горизонте 2-3 месяцев, мы допускаем дополнительное увеличение всех ставок до конца 1П 2011 г. на 50 бп, а резервных требований – на 100-200 бп. Мы не исключаем сценария, при котором из-за нестабильности экономического роста ЦБ может ограничиться разовым повышением ставок на 25 бп в апреле, после чего оставит их неизменными до конца года.

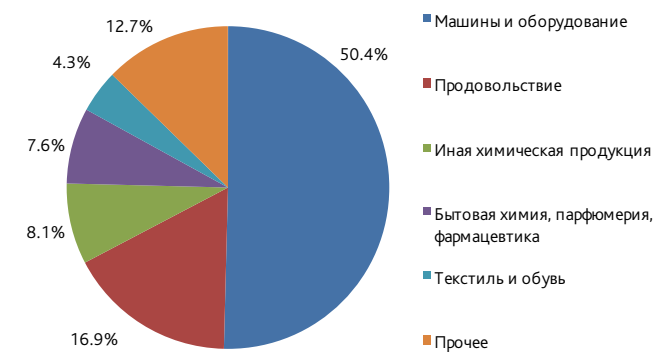
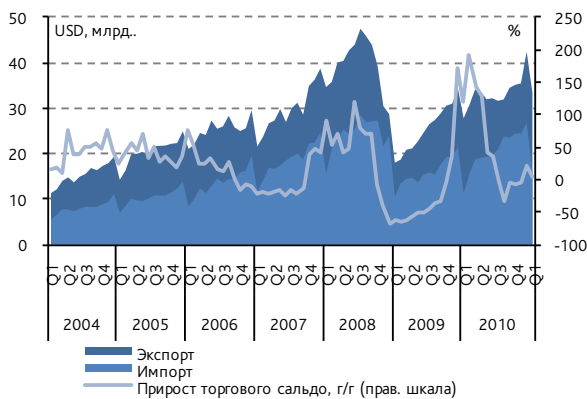
**ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС: ПЕРСПЕКТИВА УКРЕПЛЕНИЯ РУБЛЯ ВСЕ ТУМАННЕЕ**

**Приток нефтедолларов обернется опережающим ростом импорта**

Довольно динамичное восстановление потребительской и инвестиционной активности в 2010 г., главным образом во второй его половине, повлекло за собой не менее интенсивное увеличение производства и инвестиций в основной капитал, а вместе с ним и значительное ускорение роста импорта, которое при зафиксированном в 4К 2010 г. оттоке капитала грозило обнулением сальдо платежного баланса. Избежать сжатия профицита счета текущих операций до критических уровней стало возможным лишь благодаря высоким ценам на нефть, обеспечивающим значительные темпы роста экспорта, способные компенсировать ускорение импорта.

Благодаря стремительному росту цен на сырьевые товары, главным образом удорожанию нефти до USD100-115 долларов за баррель, экспорт заметно превысит прогнозируемые нами ранее на 2011 г. уровни, однако лишь в стоимостном выражении, поскольку рост физических объемов экспорта ограничен конечным спросом на энергоносители на мировых рынках. При низкой конкурентоспособности отечественных производств высокие цены на нефть будут транслироваться через канал увеличения социальных расходов в более динамичный рост импорта, что не исключает сжатие счета текущих операций.

ДИАГРАММА 14. ДИНАМИКА ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ, ДИАГРАММА 15. СТРУКТУРА ИМПОРТА РФ, 2010 Г. 2004-2010 ГГ.



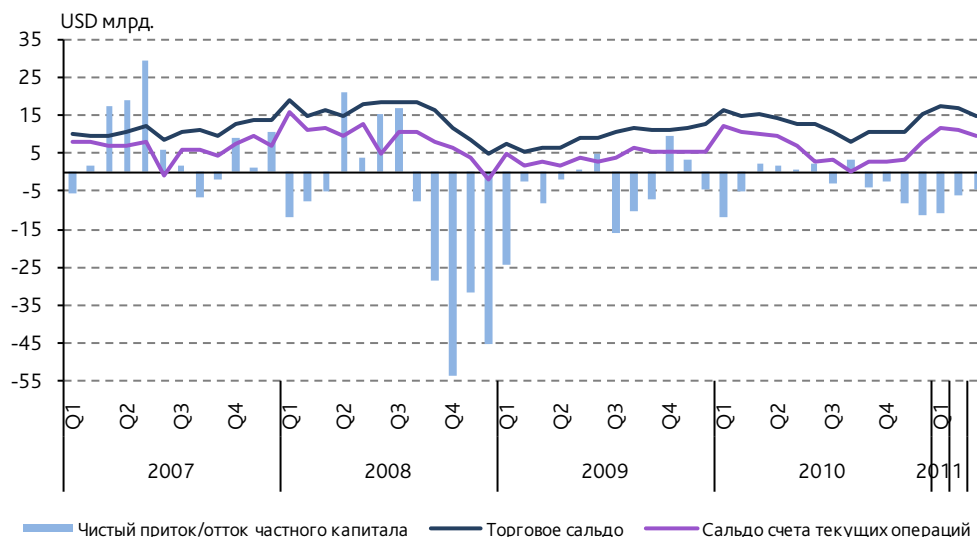
Источник: Банк России, расчеты НБ «Траст»

Источник: ФТС, расчеты НБ «Траст»

Повышательное давление на импорт в том числе будут оказывать последствия засухи и связанная с ними необходимость увеличения импорта отдельных видов продовольствия (доля которых в его структуре достигает 20%). Однако основную роль в росте импорта, как и в прошлом году, будет играть, по всей видимости, импорт машин и оборудования.

В связи с удорожанием нефти мы корректируем наш прогноз торгового баланса в сторону повышения до USD173 млрд. (против USD151.4 млрд. в 2010 г.), а сальдо счета текущих операций – до USD84.0 млрд. (против USD71.1 млрд. в 2010 г.).

ДИАГРАММА 16. СТРУКТУРА ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА 2007-2011 ГГ.



Источник: Банк России, расчеты НБ «Траст»

### Продолжение оттока капитала ослабляет потенциал укрепления рубля

Фундаментально, сохранение профицита счета текущих операций создает предпосылки для укрепления рубля. Мы полагаем, что наиболее сильное укрепление национальной валюты будет наблюдаться в первом полугодии, в оставшиеся месяцы динамика рубля будет в основном определяться поведением капитальных потоков.

Есть несколько причин довольно интенсивного роста рубля в 1К 2011 г. Во-первых, это характерный для начала года динамичный приток валюты по торговому сальдо ввиду сезонного ослабления роста импорта, который в нынешнем году был усилен за счет стремительно растущей цены на нефть, позволяющей экспортерам получать все большую выручку (до 85% экспорта приходится на сырьевые товары).

ДИАГРАММА 17. ЧИСТЫЙ ПРИТОК/ОТТОК КАПИТАЛА ЧАСТНОГО СЕКТОРА, 2007-2011 ГГ.



Источник: Банк России, Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

Во-вторых, это меньшая обеспокоенность участников рынка относительно оттока капитала.

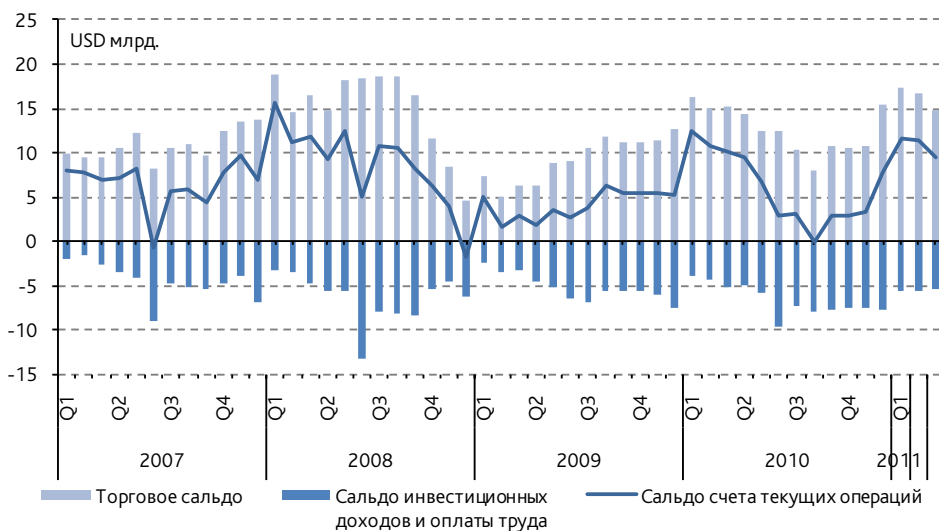
Ощутимое «бегство капитала» продолжается с конца прошлого года. Своих максимальных значений оно достигло в декабре 2010 г. и январе 2011 г. – около USD11 млрд. в месяц. Если допустить, что в феврале из страны «утекло» USD6.0 млрд.

(со слов первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева), то в марте отток капитала должен был сократиться до USD4.3 млрд. что согласуется с нашими более ранними ожиданиями (мы прогнозировали отток в USD5-6 млрд.).

По предварительным оценкам, всего в 1К 2011 г. из страны «утекло» USD21.3 млрд., то есть практически столько же, сколько в 4К 2010 г., USD21.5 млрд., а это максимальное за весь прошлый год значение. Между тем в то время для оттока капитала складывались иные предпосылки – это и крупные погашения внешней задолженности, и сжатие текущего счета, позволявшее спекулянтам играть на ослаблении рубля. Нынешний отток капитала имеет качественно иную природу, оттого столь серьезных опасений, как в конце 2010 г., у рынка не вызывает.

Дело в том, что одной из наиболее вероятных причин оттока капитала мог стать рост налоговой нагрузки на бизнес из-за повышения ставки по страховым взносам с 26% до 34%, с последующим частичным выводом бизнеса в соседние страны с более щадящим налоговым режимом, однако по мере адаптации компаний к новому налоговому режиму и завершения перевода бизнеса на схемы, позволяющие снижать расходы на сотрудников, отток капитала, обусловленный налоговым фактором, возможно пойдет на спад. Валютная экспортная выручка может задерживаться за рубежом или возвращаться за границу в виде вложений в иностранные активы. Немаловажную роль в повышении привлекательности зарубежных активов играет поддержание неэффективных низких внутренних ставок, которые уже слабо конкурируют с уровнем доходности в развивающихся странах с похожей структурой стантовых рисков, что делает вложения в рублевые активы и спекулятивные сделки с рублем (carry-trade) все менее интересными.

ДИАГРАММА 18. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС 2007-2011 ГГ.



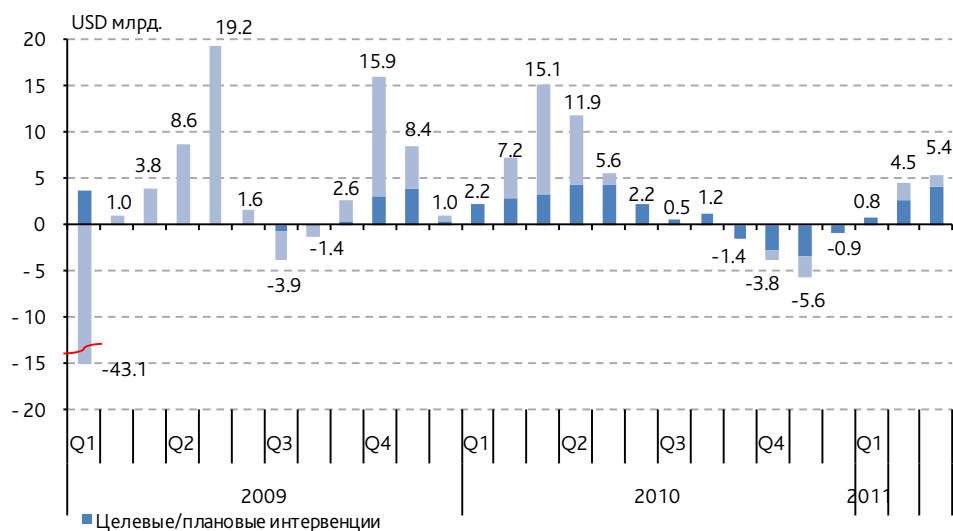
Источник: Банк России, расчеты НБ «Траст»

Единственный фактор привлекательности рубля – рост цен на нефть. Однако в случае нарастания политических рисков (по мере приближения выборов) даже этот фактор будет терять свою силу. Препятствием для вложений в российские активы в глазах зарубежных инвесторов служит, в том числе, высокий уровень коррупции, по-прежнему низкое качество институциональной и бизнес-среды. По официальной версии, отток капитала в январе-феврале был во многом обусловлен «бегством в качественные активы» и диверсификацией рисков локальных инвесторов, а также низкой активностью регулятора по абсорбированию притекающей валюты, излишки которой транслировались в отток капитала.

Основную поддержку рублю пока оказывает сильный счет текущих операций, который обычно в начале года достигает своих максимальных значений, отток капитала сказывается на рубле негативно. Несмотря на то, что укрепление рубля само по себе ускорило рост импорта, благодаря высоким ценам на нефть профицит счета текущих операций в 1К 2011 г. составил USD31.8 млрд., что является достаточным уровнем для поддержания положительной динамики курса рубля в краткосрочной перспективе.

Не на пользу рублю нежелание ЦБ в ближайшем времени сдвигать нижнюю границу плавающего коридора (согласно последним заявлениям), и тем более его расширять, что, впрочем, вполне оправданно при неопределенности капитальных потоков. Ведь расширяя целевой коридор, ЦБ заведомо обрекает себя на усиление рисков чрезмерного укрепления национальной валюты, в случае если капитальные потоки развернутся; а при растущей цене на нефть для такого сценария есть все предпосылки.

ДИАГРАММА 19. ВАЛЮТНЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ БАНКА РОССИИ



Источник: Банк России, расчеты НБ «Траст»

Все большую роль в динамике курса играют интервенции ЦБ. Согласно последним данным, в марте Банк России увеличил интервенционные покупки валюты до USD5.4 млрд. против USD4.5 млрд. в феврале и USD0.82 млрд. в январе. С одной стороны, более активное присутствие ЦБ на Forex, на наш взгляд, оправдано, поскольку следует за поэтапным ослаблением оттока капитала – до USD4.3 млрд. в марте против USD6.0 млрд. месяцем ранее. С другой стороны, увеличение покупок валюты ЦБ сигнализирует об усилении контроля над курсом рубля, что сделало его укрепление в марте менее явным. Мы полагаем, что такие меры связаны с растущими опасениями относительно валютных рисков и волатильности курса национальной валюты, помноженными на опасения притока капитала.

Такая комбинация факторов говорит в пользу ослабления потенциала укрепления рубля в ближайшие месяцы. Однако фундаментально соотношение спроса и предложения на валютном рынке пока не претерпело серьезных изменений. Предложение валюты остается сильным из-за крупных поступлений нефтедолларов, которых более чем достаточно для компенсации оттока капитала. Спрос на рубли следует за растущей ценой на нефть. На этом фоне мы считаем возможным укрепление российской валюты на 1.0-1.5% в течение 1-2 месяцев.

Между тем динамика рубля во 2П 2011 г. будет уже целиком зависеть от характера капитальных потоков. Если во второй половине года мы не увидим возобновления мощного встречного притока капитала в страну, т.е. притока более USD20 млрд., то курс рубля, вероятнее всего, до конца 2011 будет демонстрировать боковой тренд.

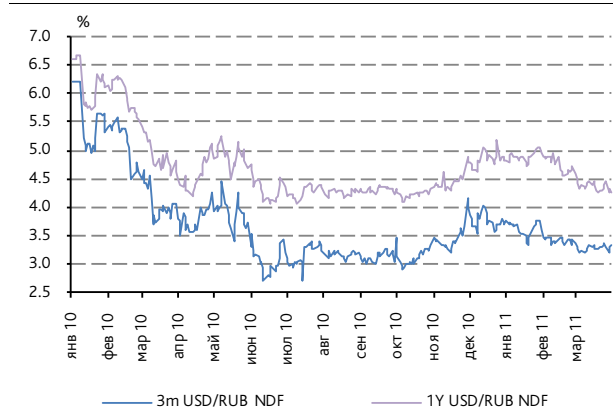
#### Ставки NDF – помимо внутренней монетарной политики чувствительны к внешним факторам

Снижение рисков инвестирования в российские активы, которое выражалось общей стабилизацией в экономике и комфортным состоянием ликвидности, способствовали снижению ставок NDF. Оно продолжалось на протяжении всего 2009 и в первой половине 2010 года с достижением локальных минимумов в июне (порядка 2.7% по 3-месячному долларовому NDF и 4.1% по годовому). В отсутствие критических для EM и российского рынка событий в последующие четыре месяца ставки NDF стабильно находились в диапазоне 3.0-3.2% в терминах 3-месячной ставки.

Рост в ставках обозначился во второй половине октября 2010 года и стал реакцией на ухудшение внешнего фона в виде обострения ситуации вокруг Ирландии. Максимумом данного подъема стал уровень 4.2% в терминах 3-месячного NDF. Возобновление снижения последовало со второй половины декабря. На конец марта 2011 года 3-месячный USD/RUB NDF составляет порядка 3.3%, годовой – 4.3%.

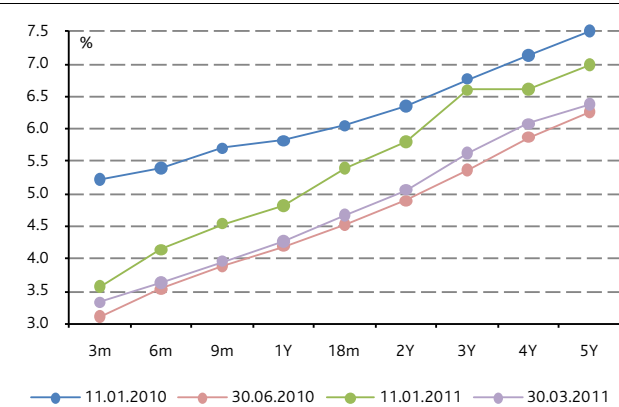
При условии отсутствия потрясений на глобальных рынках в первом полугодии 2011 года мы предполагаем уровни ставок NDF, близкие к текущим значениям. При этом прогнозируемое нами снижение аппетита к риску на глобальных и внутреннем рынках ближе к концу первого – во втором полугодии 2011 года относительно ситуации конца марта заставляет нас ожидать повышения ставок NDF. Верхнюю границу ожидаемого повышения мы видим в пределах 5.3-5.5% в терминах годовой ставки USD/RUB NDF, период реализации данного сценария – второе полугодие 2011 года.

ДИАГРАММА 20. ДИНАМИКА 3-МЕСЯЧНОЙ И ГОДОВОЙ СТАВОК USD/RUB NDF, ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Reuters

ДИАГРАММА 21. КРИВАЯ СТАВОК USD/RUB NDF В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ 2010-2011 ГГ.



Источник: Reuters, расчеты НБ «Траст»

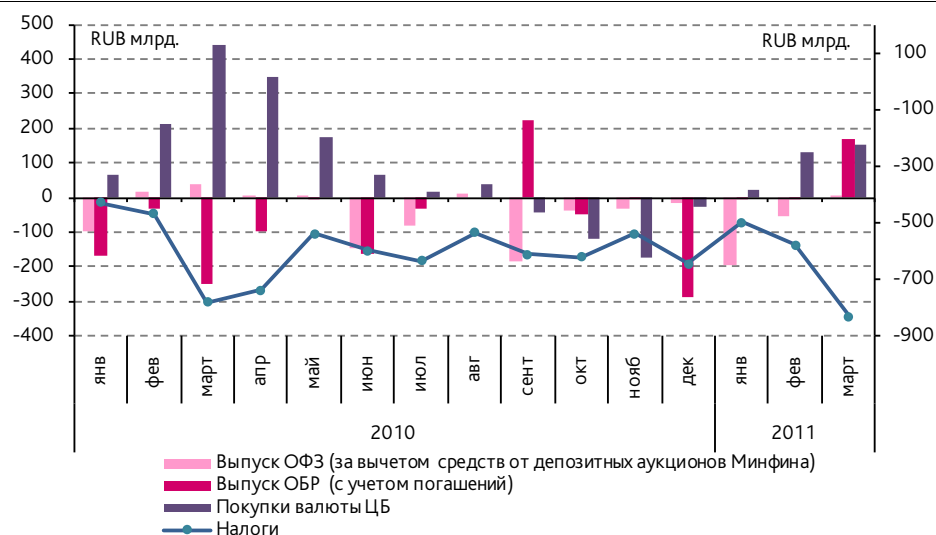
## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: ЛИКВИДНОСТЬ НА УБЫЛЬ – СТАВКИ В РОСТ

### Риски ликвидности в обмен на сокращение дефицита и инфляции

Текущее состояние денежного рынка характеризуется локальным равновесием спроса и предложения рублевой ликвидности. Отметим, что, вопреки недавнему значительному снижению чистого запаса ликвидности банковской системы, ее уровень - около RUB1.6 трлн. (из которых порядка 90% аккумулировано в наиболее «подвижных» корсчетах и депозитах) может считаться если не избыточным, то по крайней мере высоким и комфортным для сохранения той приемлемой стоимости привлечения средств, которая сложилась сейчас на рынке, – во всяком случае до конца апреля, когда ЦБ в очередной раз будет принимать решение по ставкам.

Несмотря на неравномерность распределения ликвидности среди отдельных сегментов рынка и наличие в платежной системе «перекосов», существенных колебаний ставок от текущих уровней (за исключением периодов выплаты налогов) не наблюдается. Налоги пока являются самым существенным по объему источником изъятиями ликвидности. По нашим оценкам, средняя величина отчислений в казну в месяц сейчас составляет около RUB650 млрд., из них – порядка RUB200 млрд. приходится на страховые взносы, RUB120 млрд. – на НДС, RUB180 млрд. – на НДСПИ и акцизы и RUB150 млрд. – на налог на прибыль.

ДИАГРАММА 22. СТРУКТУРА ИСТОЧНИКОВ ПОПОЛНЕНИЯ/ИЗЪЯТИЯ ЛИКВИДНОСТИ 2010-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, ФНС, расчеты НБ «Траст»

Стерилизационный эффект, оказываемый политикой ЦБ и Минфином на ликвидность, пока может расцениваться как умеренный, и в краткосрочной перспективе серьезным удорожанием фондирования не грозит. Трехкратное повышение резервных требований Центробанком по 50-100 бп в январе, феврале и марте предполагает изоляцию в ближайшей перспективе лишь около RUB200 млрд. ликвидности. Причем негативный эффект от роста отчислений в ФОР практически полностью нивелируется за счет подросших интервенционных покупок валюты Центробанком, составляющих сейчас в месяц около USD5 млрд. (около RUB150 млрд. в рублевом эквиваленте).

Из-за поступающих дополнительных нефтегазовых доходов Минфин все интенсивнее размещает средства на депозиты банков, предоставляя тем самым участникам рынка финансирование для покупки эмитируемых выпусков ОФЗ. Как результат, чистый негативный эффект на ликвидность от эмиссии ОФЗ оказывается гораздо менее значительным. Со стороны ЦБ воздействие на ликвидность посредством выпуска ОБР остается близким к нейтральному. Консервативность привычного для этого аукциона круга игроков и низкая привлекательность параметров аукционов для прочих участников рынка привели к тому, что с начала года ОБР мало востребованы рынком. Новые же размещения пока полностью компенсируются средствами, полученными от погашения более ранних выпусков. Так, первичное размещение **ОБР-18** на сумму порядка RUB353.6 млрд. полностью было покрыто за счет поступивших от погашения **ОБР-15** RUB584.0 млрд. Причем оставшийся в результате этих операций в платежной системе задел в RUB230.4 млрд. послужит финансированием для предстоящих в ближайшее время новых аукционов ОБР.

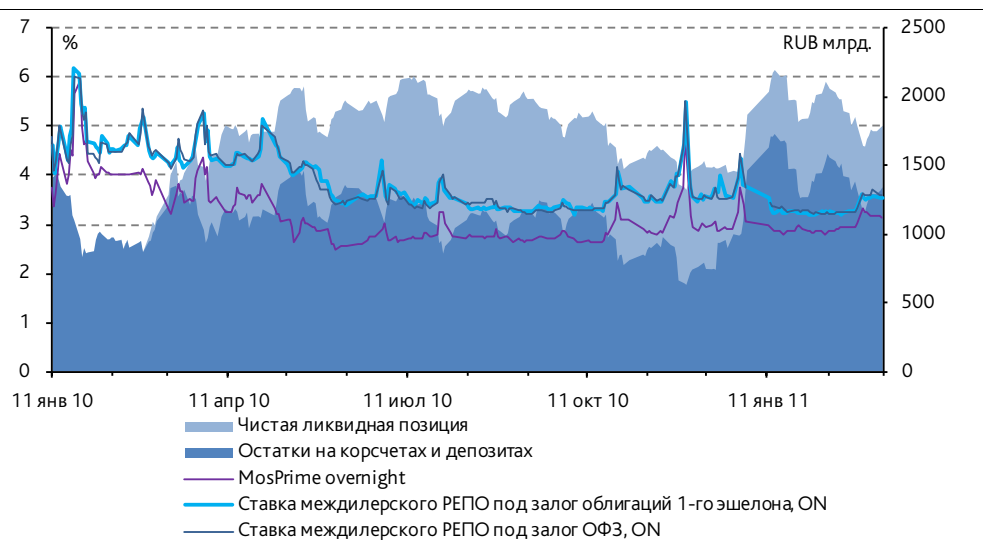
### Налоговая нагрузка больше – процентные риски выше

В более отдаленной перспективе ситуация с ликвидностью в 2011 г. обещает быть менее комфортной, чем годом ранее. Если в 2010 г. основным источником подпитки ликвидности была мягкая денежно-кредитная политика ЦБ, помноженная на поступления эмитируемой за счет трат из Резервного фонда рублевой ликвидности для финансирования дефицита бюджета, то в 2011 г. оба этих фактора отсутствуют. Однако ужесточение монетарной политики и отказ от расходования Резервного фонда являются не единственными причинами ограничения роста ликвидности.

Одной из главных причин снижения ликвидности в 2011 г. будет рост налогового бремени. Напомним, что одно лишь повышение ставки по страховым взносам во внебюджетные фонды с 26% до 34% предполагает в 2011 г. до RUB800 млрд. дополнительной налоговой нагрузки на реальный сектор. Согласно нашим предварительным оценкам, в 1К 2011 г. налоги организаций уже изъяли на 14% больше ликвидности, чем за сопоставимый период прошлого года, - RUB1.9 трлн. против RUB1.67 трлн. в 1К 2010 г. По прошествии

времени начнет сказываться давление на ликвидность со стороны размещений госбумаг. Из-за цели удвоения Резервного фонда фактическая потребность в заимствованиях на внутреннем рынке, по нашим оценкам, в 2011 г. составит около RUB700-1000 млрд.

ДИАГРАММА 23. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК, ЛИКВИДНОСТЬ, СТАВКИ, 2010-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, ММВБ, расчеты НБ «Траст»

Не следует забывать, что, благодаря растущим ценам на нефть, бюджет в ближайшее время, вероятнее всего, останется профицитным. По предварительным данным Минфина, профицит бюджета в 1К 2011 г. достиг максимального за последние годы уровня, составив порядка 1% ВВП. Между тем, бюджет, исполненный с профицитом сам по себе оказывает значительный стерилизационный эффект на ликвидность.

Комбинация вышеперечисленных факторов при сохранении профицита бюджета еще в течение хотя бы 1-2 месяцев может привести к ощутимым негативным последствиям для ликвидности с возможным удорожанием финансирования к середине года. Такое ухудшение ликвидности, если и произойдет, будет иметь, скорее, временный характер. Однако, будучи дополненным гипотетическим подъемом ставок Банком России на 50 бп до конца 1П 2011 г., в более отдаленной перспективе снижение ликвидности может транслироваться в 50-75 бп повышение рыночных ставок. Относительно текущего уровня коротких ставок на межбанковском рынке, составляющих 2.75-3.0%, это означает удорожание стоимости привлечения на МБК примерно до 4%.

Однако такое развитие событий вероятно лишь в краткосрочном периоде. В апреле мы прогнозируем сохранение средней величины чистого запаса ликвидности на уровне, близком RUB1.5 трлн., что вполне достаточно для поддержания сложившегося приемлемого уровня ставок. По мере возможной коррекции цен на нефть во 2П 2011 г. бюджет может вернуться к дефициту, чему поспособствует ожидаемое повышение социальных обязательств и постепенное ускорение расходования бюджетных средств по мере приближения конца года. Наибольший дефицит будет наблюдаться в декабре, когда традиционно происходит практически двукратное сезонное увеличение месячной величины бюджетных расходов (более чем до RUB1.8 трлн.), чреватое формированием «навеса ликвидности», способного снизить ставки денежного рынка, правда, уже в начале 2012 г.

## РОССИЙСКИЙ БЮДЖЕТ: БЕЗ ОФЗ НЕ ОБОЙТИСЬ

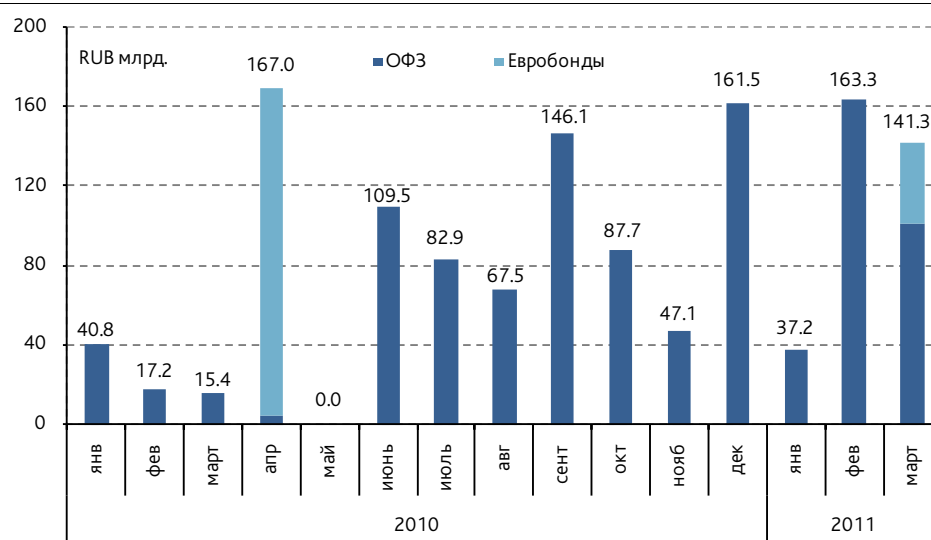
### Растущая нефть сократит дефицит, но планы по удвоению Резервного фонда только усиливают потребность в ОФЗ

Растущая цена на нефть позволяет в 2011 г. рассчитывать на существенные дополнительные доходы, а с ними и на значительное сокращение дефицита (против заложенных в бюджете 3.6% ВВП или RUB1.8 трлн.). Еще в конце декабря прошлого года министр финансов Алексей Кудрин допускал сокращение дефицита в 2011 г. до 3% ВВП, в

феврале речь шла уже о менее чем 2% ВВП, а в апреле – о возможности выхода дефицита на уровень 1.0-1.4% ВВП.

Гораздо более высокие, чем заложено в бюджете (USD75 за баррель), цены на нефть снижают потребность Минфина в наращивании долга под его финансирование. Это уже транслировалось в озвученные Алексеем Кудриным намерения сократить в 2011 г. объем заимствований Минфина на RUB500 млрд. против изначально запланированных в бюджете RUB1.75 трлн. (из них до USD7 млрд. – на внешних рынках), что предполагает сужение годового плана по размещениям на внутреннем и внешнем рынках до RUB1.2 трлн. В действительности, сокращение плана по заимствованиям может оказаться еще больше, – и, судя по официальным заявлениям, Минфин такую возможность допускает. Однако даже с учетом высоких цен на нефть, значительно облегчающих ведомству задачу по сокращению дефицита бюджета, ожидать заметного снижения активности Минфина на долговом рынке, на наш взгляд, не стоит.

ДИАГРАММА 24. ДИНАМИКА ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ГОСБУМАГ 2010-2011 ГГ.



Источник: Минфин, расчеты НБ «Траст»

Во-первых, в целях подавления растущего инфляционного давления, согласно последним официальным заявлениям, в 2011 г. от властей требуется не просто сэкономить Резервный фонд, но и возобновить его накопление до RUB1.45 трлн. против RUB775 млрд. на текущий момент. Накопление Резервного фонда с одной стороны создает «задел прочности» на случай возможного снижения нефтяных котировок, с другой стороны, позволяет изъять излишки нефтедолларов из обращения, способствуя ограничению инфляционного давления. Напомним, что расходы из Резервного фонда являются наиболее опасными источником инфляционных рисков, так как приравняются печатанию денег.

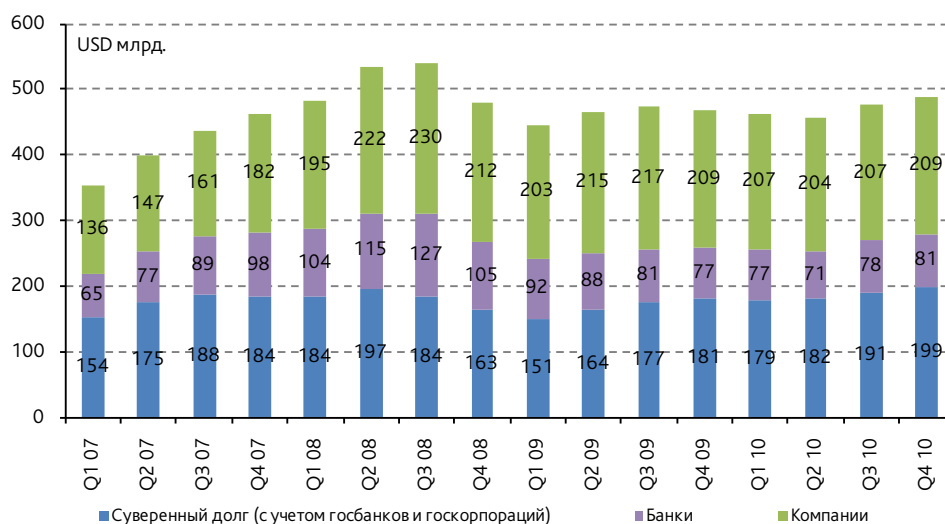
Удвоение Резервного фонда до конца года при нынешнем его запасе в RUB775 млрд. означает отстранение от экономики порядка RUB700 млрд. нефтяных доходов. Чтобы восполнить перечисляемые в фонд сверхдоходы, Минфину для финансирования дефицита бюджета потребуется привлечение аналогичной суммы на внутреннем рынке. Стерилизация избыточных нефтедолларов тем самым не уменьшает потребность Минфина в заимствованиях, а напротив – усиливает ее.

Во-вторых, снижению активности Минфина на долговом рынке препятствует фактор повышенных аппетитов властей к увеличению расходов сверх плана в предвыборный период, что усилит давление на бюджет и потребует больших заимствований. Сценарий увеличения соцвыплат кажется все более реалистичным в свете роста инфляционных рисков, вызывающих недовольство населения. В бюджете на 2011 г. заложен лишь 10%-ный рост пенсий при 44% повышении пенсий годом ранее, причем один лишь формальный повод ускорения инфляции к августу выше 6% может привести к дополнительной индексации пенсий в размере 6.9%. Вдобавок, все чаще можно слышать заявления о возможном увеличении жалований госслужащих, в числе которых повышение зарплат учителям на 30%, или индексации стипендий не на 6.5%, а на 9% и т.д.

С начала года на внутреннем рынке посредством выпуска ОФЗ Минфин занял около RUB301.7 млрд. Кроме того, благодаря комфортной конъюнктуре на внешних рынках, ведомству удалось привлечь в начале марта около RUB40 млрд. (USD1.3 млрд. в долларовом эквиваленте) в рамках выпуска рублевых евробондов. Мы по-прежнему ожидаем, что при текущей цене на нефть бюджет в ближайшие месяцы еще может быть сведен с профицитом, а далее не исключен выход на дефицит, не превышающий 1% вплоть до сезонного всплеска расходов в декабре. Минфин прогнозирует, что при USD105 за баррель дефицит бюджета по итогам 2011 г. может составить 1.0-1.4% ВВП.

Мы подсчитали, что если исходить из средних цен на нефть по итогам года на уровне USD95-105, а увеличения бюджетных расходов (за вычетом экономии, которая обещает быть сопоставимой с прошлогодними RUB200 млрд.) не на 4%, а, скажем, на 6%, то по итогам 2011 г. дефицит федерального бюджета, скорее всего, составит порядка RUB0.8 трлн., или 1.5% ВВП. Главным отличием заложенного в наших оценках сценария от официальных прогнозов служит допущение более значительного роста расходов бюджета «сверх плана».

ДИАГРАММА 25. СТРУКТУРА ВНЕШНЕГО ДОЛГА РФ, 2007-2010 ГГ.



Источник: Банк России, Минфин, расчеты НБ «Траст»

Напомним, что до объявления цели по накоплению Резервного фонда и при возможности полноценного финансирования дефицита бюджета за счет всех поступающих дополнительных нефтегазовых доходов мы прогнозировали потребность в выпуске ОФЗ в 2011 г. на уровне RUB250-700 млрд. (причем ближе к нижней границе) при цене на нефть в районе USD95-100 за баррель. Согласно новому сценарию, для компенсации перечисляемых в фонд сверхдоходов и среднегодовой стоимости нефти в диапазоне USD80-110 за баррель Минфину потребуется занять уже гораздо больше - порядка RUB700-1000 млрд. (без учета погашений). Такой объем в совокупности с привлечением на внешних рынках как раз дает порядка RUB1.0 трлн., что соответствует недавно сниженному плану внутренних заимствований – около RUB1.1 трлн., а это влечет за собой более интенсивные размещения ОФЗ, чем мы предполагали еще в начале 2011 г.

В более ранних прогнозах мы исходили из того, что рынок ОФЗ в 2011 г. вырастет на 45% (RUB1.55 трлн. на конец 2010 г.), а если события будут развиваться по новому сценарию, то рынок грозит увеличиться на все 70%, а это, даже безотносительно разговора о росте ключевых ставок, транслируется в серьезную угрозу для ценовых уровней ОФЗ.

## РЫНОК РУБЛЕВОГО ДОЛГА – ПРЕДСТОИТ БОЛЬШЕ НЕГАТИВА

Итоги 2010 года и взгляд на 2011 год – предстоит больше негатива

- Объем внутреннего рублевого рынка облигаций в 2011 году прогнозируется нами на уровне около RUB7.2 трлн., что предполагает рост на 23% к объему 2010 года. Основной вклад в увеличение будет обеспечено предложением ОФЗ – здесь мы исходим из обозначенного Минфином прогнозного диапазона эмиссии на 2011 год в RUB700-1000 млрд.
- Мы ожидаем увеличения предложения со стороны эмитентов субфедерального сегмента (в объеме более RUB50 млрд. по итогам года) – в условиях дефицита федерального бюджета правительство РФ будет стимулировать субъекты Федерации к большей финансовой самостоятельности и снижению зависимости от господдержки.
- Объем размещения рублевых корпоративных облигаций в 2011 году составит порядка RUB1.07 трлн. В части отраслевой структуры первичного рынка и рынка в целом мы ожидаем сохранения существующего присутствия на рублевом рынке эмитентов банковского сектора и эмитентов металлургии и горнодобычи.
- Мы полагаем, что в течение года доходность ОФЗ с дюрацией 3-6 лет увеличится на 60-100 бп относительно уровней конца марта, что, в частности, для трехлетней дюрации дает диапазон 7.30-7.70%. Расширение спредов по выпускам первого эшелона к ОФЗ предполагает уровни доходности первого эшелона до 8.70% на обозначенной дюрации.

В 2011 году мы не предполагаем существенного снижения доли заемщиков с инвестиционными рейтингами относительно уровней 2010 года. Несмотря на существенный рост числа эмитентов без рейтинга (49.4%) в структуре новых размещений корпоративных облигаций в течение неполного первого квартала 2011 года, к концу года мы ждем сокращения присутствия эмитентов третьего эшелона в капитализации рынка до 14-15% против 20% на конец 2010 года.

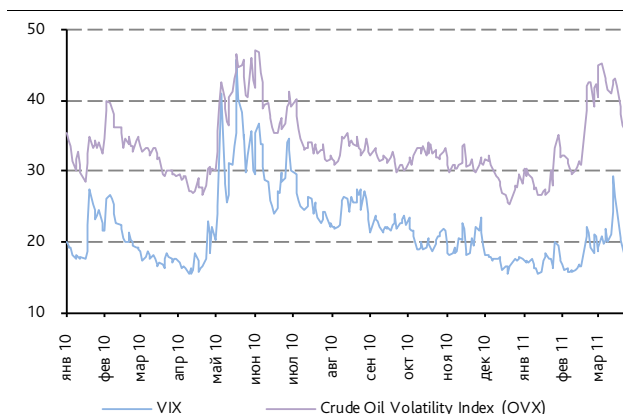
### ДОХОДНОСТИ В 2010 Г.: НОВЫЕ РЕКОРДЫ

Общая стабилизация в экономике и комфортная ситуация с ликвидностью способствовали снижению доходностей на рынке рублевого долга на протяжении всего 2010 года. В явной степени данный тренд ломался весной вследствие ухудшения обстановки на глобальных рынках, обусловленного пиковым обострением долговых проблем Греции. Усилившаяся волатильность и сжатие аппетита к риску затронули также рынок рублевых облигаций. Однако на глобальную нестабильность, вызванную событиями на Ближнем Востоке, в Северной Африке и Японии, рынок локального российского долга ответил завидной стабильностью.

Всю первую половину 2010 года доходности устойчиво снижались, пока в августе не достигли абсолютных исторических минимумов. После октябрьской коррекции доходность бумаг первого эшелона еще раз коснулась минимальных уровней, после чего многомесячный рост рынка закончился, сменившись постепенным расширением спредов и ростом доходностей, которые продолжают и по сей день на фоне ужесточения внутренней денежно-кредитной политики.

Тем не менее к концу 2010 года доходности в сегменте ОФЗ и первого эшелона в терминах соответствующих индексов Trust Ruble Index (далее TRI – индексов долгового рынка, рассчитываемых НБ «Траст») с начала года снизились соответственно на 100 бп и 220 бп до уровней порядка 7.20% и 7.60%. При этом на конец марта текущего года положение вещей практически не изменилось – доходность по индексу TRI для сегмента ОФЗ составляет примерно 7.30%, а для первого эшелона остается в районе 7.60%.

ДИАГРАММА 1. ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ АКЦИЙ США И В НЕФТИ, ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Bloomberg

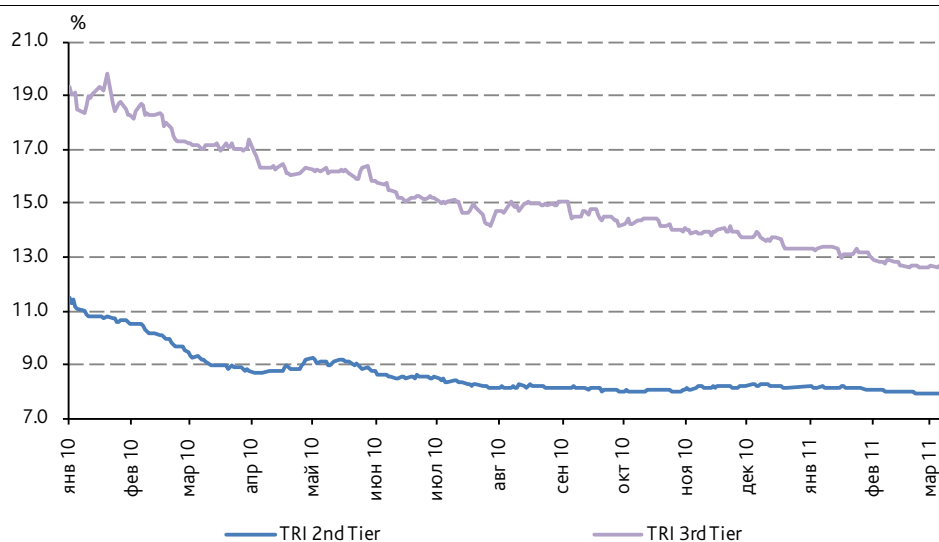
ДИАГРАММА 2. ДОХОДНОСТИ ОФЗ И ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRUST RUBLE INDEX, ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

Доходности в облигациях второго и третьего эшелонов за весь 2010 год снизились на 340 бп и 600 бп, а за 15 месяцев (на конец марта по отношению к началу 2010 г.) – на 360 бп и более чем на 670 бп. Соответствующие индексы доходности TRI на конец марта находятся на уровнях порядка 7.90% и 12.60%. При этом отметим, что база расчета индекса TRI 3rd Tier включает находящиеся в обращении реструктурированные и дефолтные выпуски облигаций. Соответственно, индекс дает адекватное видение уровня доходности по данному сегменту рублевых бумаг с учетом далеко не безоблачной жизни многих эмитентов третьего эшелона на долговом рынке в 2008-2010 годах.

ДИАГРАММА 3. ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ВТОРОГО И ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНОВ В ТЕРМИНАХ TRUST RUBLE INDEX И СПРЕД МЕЖДУ НИМИ, ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



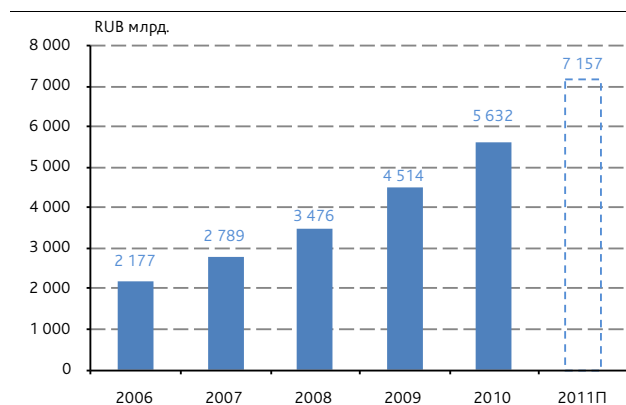
Источник: НБ «Траст»

### ОБЪЕМЫ РЫНКА И ПРОГНОЗЫ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ 2011 Г.

По нашим оценкам, совокупный прирост внутреннего рублевого рынка облигаций в 2011 году относительно предыдущего года составит порядка 23%. Таким образом, его абсолютный объем составит примерно RUB7.16 трлн. Основной вклад в увеличение рынка будет обеспечен сектором госбумаг (+34%).

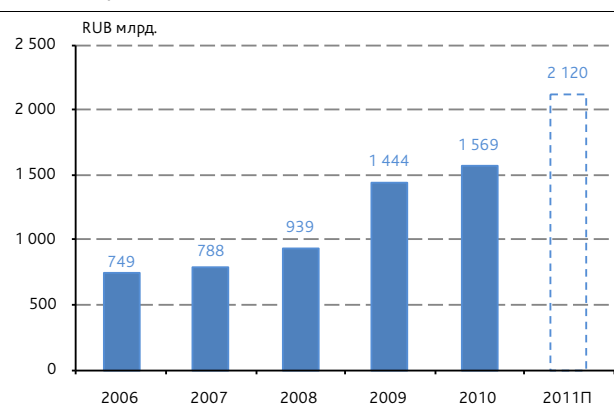
Мы прогнозируем объем новых размещений в 2011 году на уровне RUB2.1 трлн., из которых половина предложения будет обеспечена эмитентами корпоративного сектора.

ДИАГРАММА 4. ОБЪЕМ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, 2006-2011



Источник: Reuters, Cbonds, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 5. ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ ПО ВСЕМ СЕКТОРАМ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, 2006-2011



Источник: Reuters, Cbonds, НБ «Траст»

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА 2011 ГОД

Сектор	2007	2008	2009	2010	2011П
<b>ОБЪЕМ РЫНКА, RUB млрд.</b>					
государственный	1 359	1 432	1 787	2 352	3 152
субфедеральный и муниципальный *	177	230	230	224	245
корпоративный	1 254	1 814	2 496	3 057	3 760
<b>ИТОГО:</b>	<b>2 789</b>	<b>3 476</b>	<b>4 514</b>	<b>5 632</b>	<b>7 157</b>
<b>Доля сектора</b>					
государственный	48.7%	41.2%	39.6%	41.8%	44.0%
субфедеральный и муниципальный *	6.4%	6.6%	5.1%	4.0%	3.4%
корпоративный	44.9%	52.2%	55.3%	54.3%	52.5%
<b>Прирост, год к году</b>					
государственный	18.9%	5.4%	24.8%	31.6%	34.0%
субфедеральный и муниципальный *	40.5%	29.8%	0.0%	-2.8%	9.6%
корпоративный	38.0%	44.7%	37.7%	22.4%	23.0%
<b>ИТОГО:</b>	<b>28.1%</b>	<b>24.6%</b>	<b>29.9%</b>	<b>24.8%</b>	<b>27.1%</b>
<b>ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК (ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ), RUB млрд.</b>					
государственный	245	185	421	698	1 000
субфедеральный и муниципальный *	67	74	32	34	54
корпоративный	476	679	991	838	1 066
<b>ИТОГО:</b>	<b>788</b>	<b>939</b>	<b>1 444</b>	<b>1 569</b>	<b>2 120</b>
<b>Доля сектора</b>					
государственный	31.1%	19.7%	29.2%	44.5%	47.2%
субфедеральный и муниципальный *	8.5%	7.9%	2.2%	2.2%	2.5%
корпоративный	60.3%	72.4%	68.6%	53.4%	50.3%
<b>Прирост, год к году</b>					
государственный	13.8%	-24.4%	127.3%	65.6%	43.4%
субфедеральный и муниципальный *	33.4%	10.3%	-57.4%	7.7%	58.6%
корпоративный	-1.6%	42.8%	45.9%	-15.5%	27.2%
<b>ИТОГО:</b>	<b>5.2%</b>	<b>19.1%</b>	<b>53.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>35.1%</b>

\* без учета займов г. Москвы

Источник: Reuters, Cbonds, НБ «Траст»

**Сектор государственных облигаций.** Объем размещений в госсекторе (в терминах ОФЗ) основывается на озвученных Минфином планах заимствований на 2011 год в объеме RUB700-1000 млрд. Мы ориентируемся на верхнюю планку данного диапазона, исходя из того, что суммой RUB700 млн. ведомство планирует пополнить Резервный фонд, а объем ОФЗ к погашению в текущем году составляет порядка RUB200.1 млрд.

**Субфедеральные и муниципальные облигации.** Опираясь на данные по сектору без учета Москвы (см. Таблицу 1), отметим низкую активность регионов в части заимствований на публичном рынке в 2010 г. На этом фоне действительно центральным событием года в секторе можно назвать возвращение г. Санкт-Петербурга на рынок публичного долга – в ноябре прошлого года город разместил RUB3 млрд. пятилетних облигаций. Примечательность выпуска обеспечила в том числе и схема его размещения, которое проходило на СПбБ. Впоследствии выпуск обращался и на ММББ.

Мы предполагаем почти двукратный рост предложения в данном сегменте рынка в 2011 году. Хотя Минфин к настоящему моменту не предоставил данных по исполнению региональных бюджетов за 2010 год, формально сохраняющееся стремление федеральных властей к сокращению расходов федерального бюджета будет, по нашему мнению, стимулировать субъекты к большей финансовой самостоятельности.

По данным Reuters, к настоящему моменту пять субъектов РФ выбирают или уже выбрали организаторов размещения своих облигаций. Планируемые объемы выпусков известны для Нижегородской области, Республики Саха (Якутия), Республики Карелия и Свердловской области – в совокупности они составляют RUB13 млрд. Без указания деталей планируемого выпуска организатора ищет и Волгоградская область – исходя из прогнозного объема дефицита областного бюджета<sup>1</sup> в 2011 году, эмитент может занять до RUB5-7 млрд. Таким образом, предложение названных эмитентов может составить до RUB20 млрд. Совокупное предложение от эмитентов субфедерального сегмента по итогам года мы ожидаем на уровне около RUB55 млрд.

**Корпоративный сегмент.** Объем размещения рублевых корпоративных облигаций в 2011 году составит, согласно нашим прогнозам, порядка RUB1.07 трлн. При этом эмитенты сектора в текущем году должны погасить RUB363 млрд. обращающихся выпусков. **В части отраслевой структуры первичного рынка и рынка в целом мы ожидаем сохранения существующего присутствия на рублевом рынке эмитентов банковского сектора и эмитентов металлургии и добычи.**

## 2011 ГОД: РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ И НИВЕЛИРОВАНИЕ ТРЕНДОВ В СПРЕДАХ

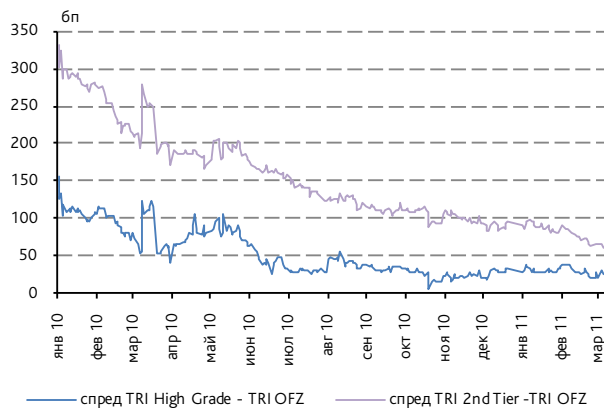
Достаток ликвидности у банков, основных участников рынка облигаций, и рост аппетита к риску (которое у банков было обеспечено в том числе стремлением к поиску высокодоходных активов в контексте дороговизны ресурсной базы, преобладавшей в 2009 г.) способствовали постепенному снижению доходностей на рынке рублевых облигаций. В терминах соответствующих индексов TRI за период с начала 2010 года по конец марта 2011 года в секторе госбумаг снижение доходностей составило порядка 90 бп, в первом эшелоне – порядка 220 бп, во втором – свыше 350 бп.

Неоднородные изменения доходностей в секторах и сегментах рынка обусловили и новую для периода после сентября 2008 года динамику спредов. Прежде всего, в 2010 году рынок увидел существенное сокращение спредов между облигациями первого и второго эшелона к ОФЗ – за неполные 15 месяцев с начала прошлого года на 130 бп и 270 бп соответственно (в терминах соответствующих индексов TRI).

В первом эшелоне с начала 2010 года по март текущего года спред РЖД-10 к выпуску ОФЗ сопоставимой дюрацией сжался более чем на 120 бп. Во втором эшелоне для АФК Система-2 и МТС-5 сужение спредов к ОФЗ составило соответственно более 300 бп и 100 бп.

<sup>1</sup> <http://www.volganet.ru/irj/avo.html?NavigationTarget=navurl://73e4164dbf758a30fa00ec4c2c833edf>

ДИАГРАММА 6. СПРЕДЫ МЕЖДУ ВЫПУСКАМИ ПЕРВОГО И ВТОРОГО ЭШЕЛОНОВ И ОФЗ (В ТЕРМИНАХ TRUST RUBLE INDEX), ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

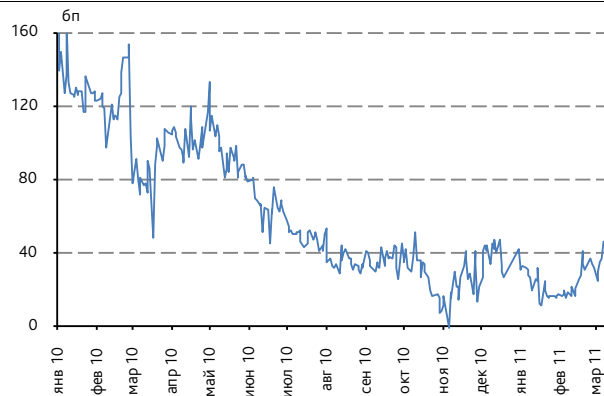
ДИАГРАММА 7. ДИНАМИКА СПРЕДА ОБЛИГАЦИЙ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА К ОФЗ (НА ПРИМЕРЕ ЛЕНСПЕЦСМУ-1 - ОФЗ 25069), ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

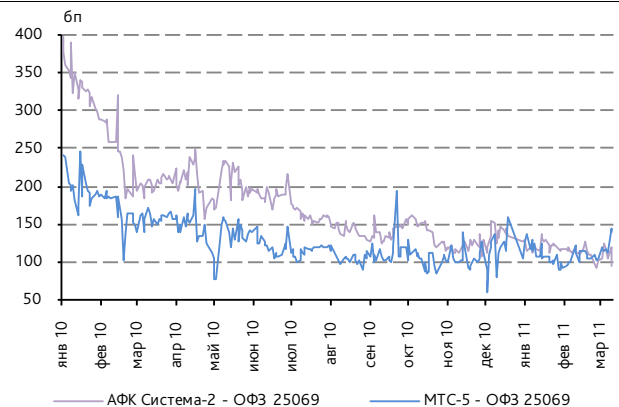
Причина столь сильного движения в спредах, обеспеченного «схлопыванием» доходностей бондов корпоративного сектора в сравнении с ОФЗ, на наш взгляд, достаточно очевидна. Кроется она в обильном навесе первичных размещений в сегменте ОФЗ (порядка RUB700 млрд. в 2010 году), что сдерживало снижение доходностей госбумаг. Фактор заметного присутствия Минфина на первичке остается актуальным и в текущем году с его планами по заимствованиям через ОФЗ до RUB1 трлн.

ДИАГРАММА 8. ДИНАМИКА СПРЕДА РЖД-10 – ОФЗ 25068, ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 9. СПРЕДЫ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА К ОФЗ, ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ

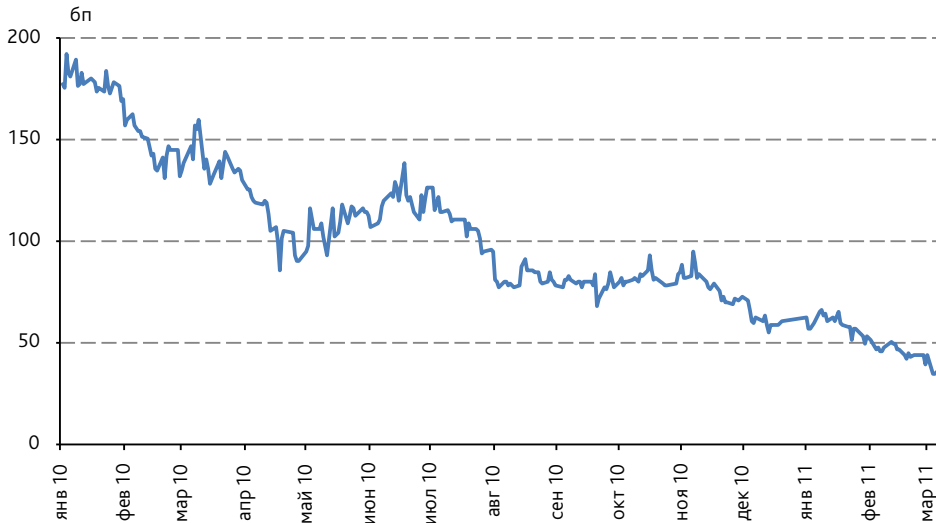


Источник: НБ «Траст»

Какова рыночная среда уже сейчас? Рост волатильности на глобальных рынках, ужесточение внутренней монетарной политики, и в этих условиях – сжавшиеся в 2010 году и начале 2011 года спреды между негосударственными и суверенными бумагами. Последнее, на наш взгляд, не дает достаточных стимулов к принятию повышенных рисков эмитентов негосударственного сектора. Мы думаем, что в условиях сохранения значительных объемов первичного предложения в ОФЗ эмитентам корпоративного сегмента придется вернуться к практике предоставления премии при первичных размещениях – соответственно, одной из тенденций 2011 года мы видим декомпрессию спредов между эшелонами и суверенными выпусками. А с учетом обнародованных к настоящему моменту планов эмитентов по выходу на рынок в 2011 году, не стоит исключать, что расширение спреда к ОФЗ с опережающим темпом проявится во втором эшелоне. Соответственно, реализация данного видения предполагает и расширение спредов между выпусками второго и первого эшелонов. Например, уже сейчас в терминах соответствующих индексов TRI спред между эшелонами составляет менее 50 бп, хотя в случае двух данных групп эмитентов различия далеко не всегда исчерпываются инвестиционной категорией рейтингов и масштабами бизнеса.

Отмеченное выше возвращение практики предоставления корпоративными заемщиками премии на первичке и ожидаемый нами рост осторожности инвесторов к впервые выходящим на рынок компаниям вновь способны заставить представителей третьего эшелона прибегать в первую очередь к банковскому кредитованию, а не к публичному размещению облигаций.

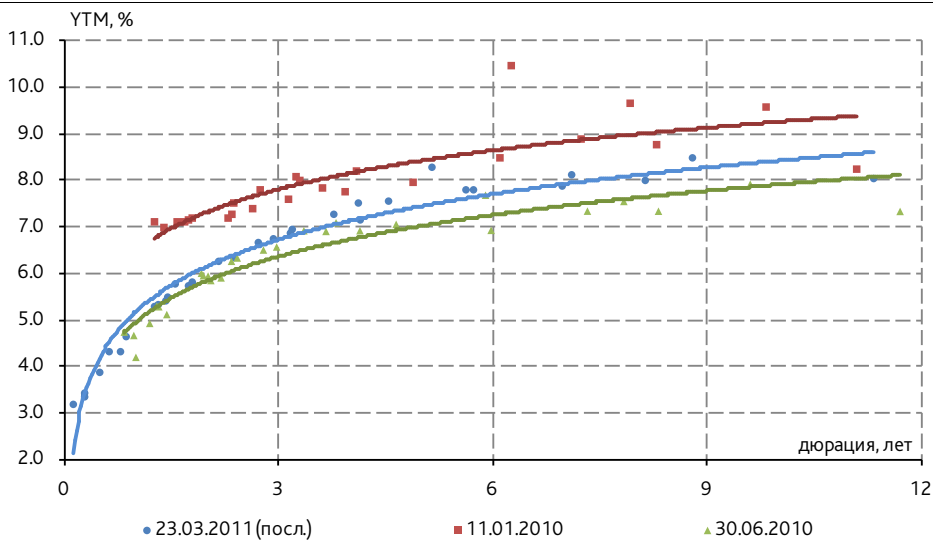
ДИАГРАММА 10. СПРЕДЫ МЕЖДУ ДОХОДНОСТЯМИ ОБЛИГАЦИЙ ВТОРОГО И ПЕРВОГО ЭШЕЛОНОВ (TRI 2ND TIER - TRI HIGH GRADE), ЯНВАРЬ 2010 – МАРТ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

На конец первого полугодия 2010 года кривая ОФЗ опустилась на 140-145 бп в терминах дюрации 3-6 лет относительно уровней начала года. На конец марта 2011 года относительно середины 2010 года подъем кривой в рассматриваемой дюрации составил 35-50 бп.

ДИАГРАММА 11. ПОЛОЖЕНИЕ КРИВОЙ ОФЗ В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ 2010-2011 ГОДОВ



Источник: НБ «Траст»

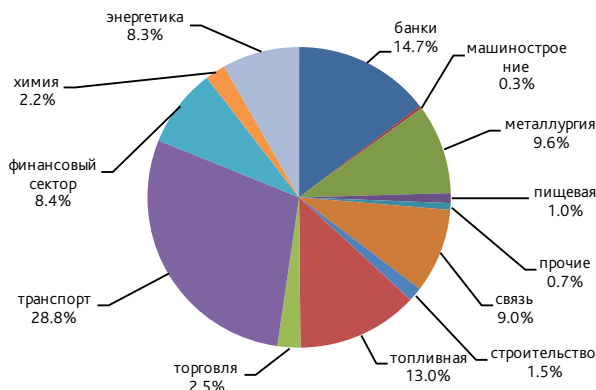
Исходя из наших ожиданий по ставкам ЦБ (уровень 8.50% по ставке рефинансирования на конец 2011 года) и общего видения ситуации на глобальном и внутреннем рынках в 2011 году, мы полагаем, что в течение года доходность ОФЗ с дюрацией 3-6 лет может вырасти на 60-100 бп относительно уровней конца марта, что для трехлетней дюрации дает диапазон 7.30-7.70%. Ожидаемое расширение спредов по выпускам

первого эшелона к ОФЗ, на наш взгляд, составит до 70-100 бп в терминах 3-летней дюрации и предполагает уровни доходности первого эшелона до 8.70%.

### КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР: ИТОГИ 2010 Г. И ВЗГЛЯД НА 2011 Г.

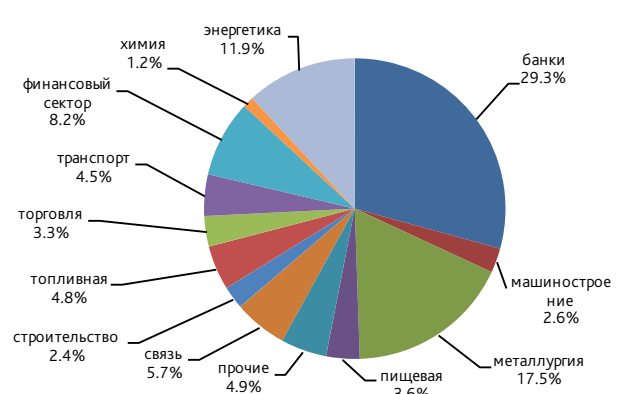
Отраслевая структура первичных размещений в корпоративном секторе рынка рублевых облигаций в 2010 году вернулась к традиционному преобладанию эмитентов банковского сектора. При этом объем первичных размещений в корпоративном секторе в прошедшем году снизился на 15.5% к уровню 2009 года, составив RUB838 млрд. Собственно, если в 2009 году выход на неокрепший внутренний рынок долга могли позволить в большинстве своем крупные эмитенты (в частности, порядка 15% объема первичного рынка обеспечили эмиссии РЖД общим объемом RUB145 млрд.), то следствием постепенной стабилизации ситуации в экономике и обилия ликвидности у банковского сектора стал приход на рынок более широкого круга имен.

ДИАГРАММА 12. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА РАЗМЕЩЕНИЙ В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, 2009 ГОД



Источник: НБ «Траст»

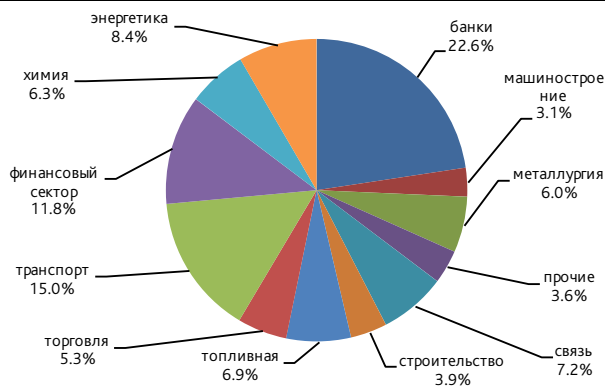
ДИАГРАММА 13. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА РАЗМЕЩЕНИЙ В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, 2010 ГОД



Источник: НБ «Траст»

Изменение разбивки рынка рублевого долга в 2010 году по отраслям определялось активностью заемщиков на первичке. Помимо банков, занявших в прошлом году порядка RUB245 млрд., долговое финансирование активно использовали металлургический (RUB147 млрд.) и энергетический сектора (RUB100 млрд.), в связи с чем доли облигаций данных отраслей в общей структуре рынка в 2010 году выросли соответственно на 3.3% и 0.7% к прошлому году.

ДИАГРАММА 14. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, 2009 ГОД



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 15. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, 2010 ГОД

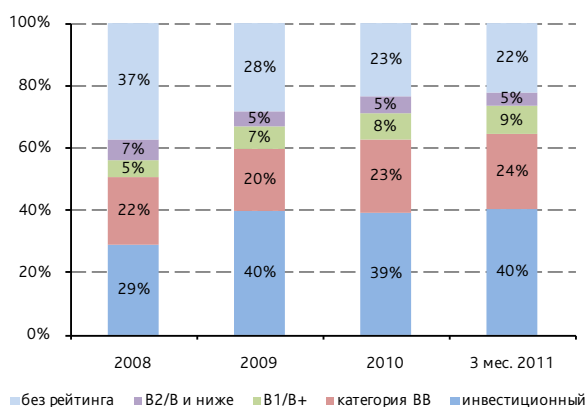


Источник: НБ «Траст»

Вышеотмеченная либерализация рынка, упомянутая при сопоставлении структуры первички в 2009 и 2010 гг., наглядно иллюстрируется изменением распределения рейтинговых категорий эмитентов. Так, среди заемщиков, вышедших на рынок в 2009 году, рейтингами инвестиционной категории обладали порядка 55% заемщиков, в 2010 году – 32%, а по итогам неполного первого квартала текущего года – лишь немногим более 19% эмитентов.

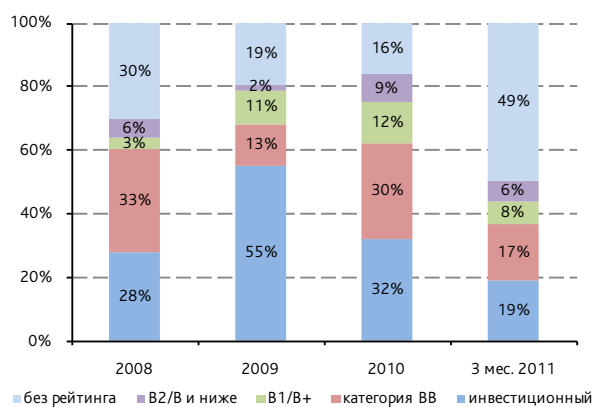
В 2011 году существенного снижения доли заемщиков с инвестиционными рейтингами относительно уровней 2010 года мы не предвидим. Вместе с тем в продолжение года мы ждем сокращения значительно выросшей по итогам неполного первого квартала (49.4%) доли эмитентов без рейтинга. Факторы этого – ожидаемое нами снижение готовности рынка в течение года к принятию эмитентов третьего эшелона и рост осторожности инвесторов к впервые выходящим на рынок компаниям.

ДИАГРАММА 16. СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РАЗРЕЗЕ РЕЙТИНГОВ И РЕЙТИНГОВЫХ КАТЕГОРИЙ, 2008 – 3 МЕС. 2011



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 17. СТРУКТУРА РАЗМЕЩЕНИЙ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЭМИТЕНТАМИ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА В РАЗРЕЗЕ РЕЙТИНГОВ И РЕЙТИНГОВЫХ КАТЕГОРИЙ, 2008 – 3 МЕС. 2011



Источник: НБ «Траст»

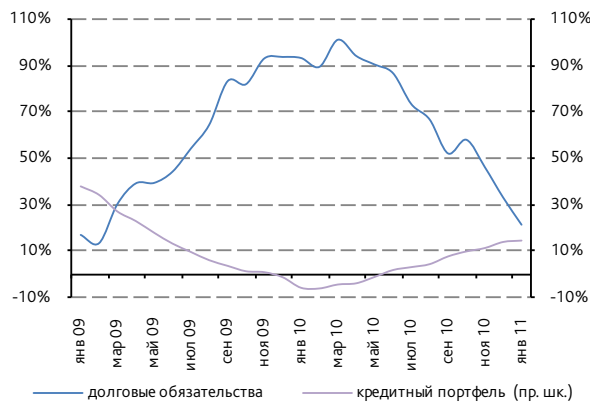
## ИНВЕСТОРЫ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ: АКЦЕНТ НА БАНКИ

На первый взгляд итоги 2010 года создают впечатление, что рынок публичного долга подавил и будет подавлять рынок банковских кредитов. Посмотрим на цифры. По данным РСБУ, прирост долговых бумаг на балансах банков в 2010 году составил RUB987.8 млрд. (или +33% в годовом исчислении). При этом около 66% всего прироста инвестиций банков в облигации пришлось на Сбербанк (+RUB650.5 млрд.). Без учета последнего банки нарастили вложения в облигации только на 17.2%. В то же время объем кредитования в 2010 году вырос на 14.2% в годовом исчислении (или +RUB2.1 трлн.), а без учета Сбербанка – на 15.4% год к году.

Таким образом, в 2010 году относительные темпы роста кредитного портфеля банков и портфеля долговых ценных бумаг практически сопоставимы (разница менее чем в 2 п.п.), а в абсолютном выражении прирост кредитов в банках (без учета Сбербанка) был гораздо больше – фактически в 4.5 раза. Если же брать Сбербанк, то прирост его облигационного портфеля в 2010 году даже перекрыл прирост кредитов почти на RUB100 млрд. Однако едва ли случай Сбербанка стоит считать тенденцией.

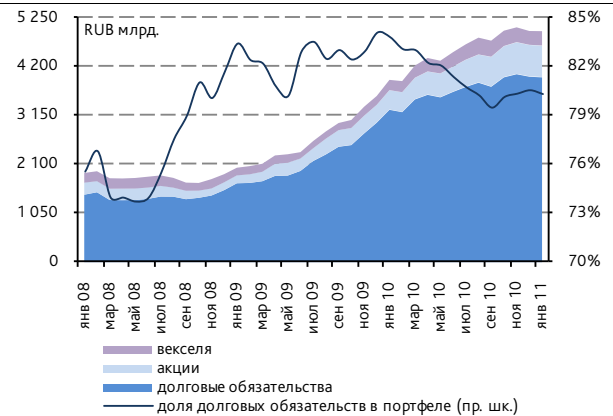
Рост аппетита к риску практически на всем протяжении 2010 года способствовал увеличению доли рискованных бумаг в портфелях банков. На конец года доля облигаций в совокупном портфеле снизилась до 80.3% против 83.8% на начало.

ДИАГРАММА 18. ПОРТФЕЛЬ ДОЛГОВЫХ ЭМИССИОННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И КРЕДИТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ БАНКОВ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2009 – ЯНВАРЬ 2011



Источник: <http://www.cbr.ru>, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 19. ПОРТФЕЛЬ ЦЕННЫХ БУМАГ БАНКОВ И ДИНАМИКА ДОЛИ ОБЛИГАЦИЙ, ЯНВАРЬ 2008 – ЯНВАРЬ 2011



Источник: <http://www.cbr.ru>, расчеты НБ «Траст»

Обратим внимание, что в 2010 году (по сравнению с 2009) банки существенным образом сократили инвестиции в долговые ценные бумаги – примерно на 30% в абсолютном выражении. Так, за 2009 год чистый прирост вложений в облигации составил +RUB1.5 трлн. и привел к 2-кратному росту портфеля долговых бумаг. В 2010 году относительные темпы роста снизились втрое. Иными словами, в 2009 году – в первый кризисный год – имел место резкий рост активности на публичном рынке. Мы связываем подобную динамику:

- с эффектом низкой базы (в первые месяцы после начала острой стадии кризиса 2008 года цены облигаций резко снизились, капитализация рынка сжалась);
- с чрезвычайно высокой рентабельностью данного вида инвестиций уже в 2009 году, которая в совокупности с фактором повышенной неопределенности на рынке акций привела к перетоку средств из акций в облигации;
- с отсутствием качественных заёмщиков для расширения кредитных портфелей и обеспечения роста показателей P&L, и крайне консервативной политикой банков по отношению к кредитным портфелям.

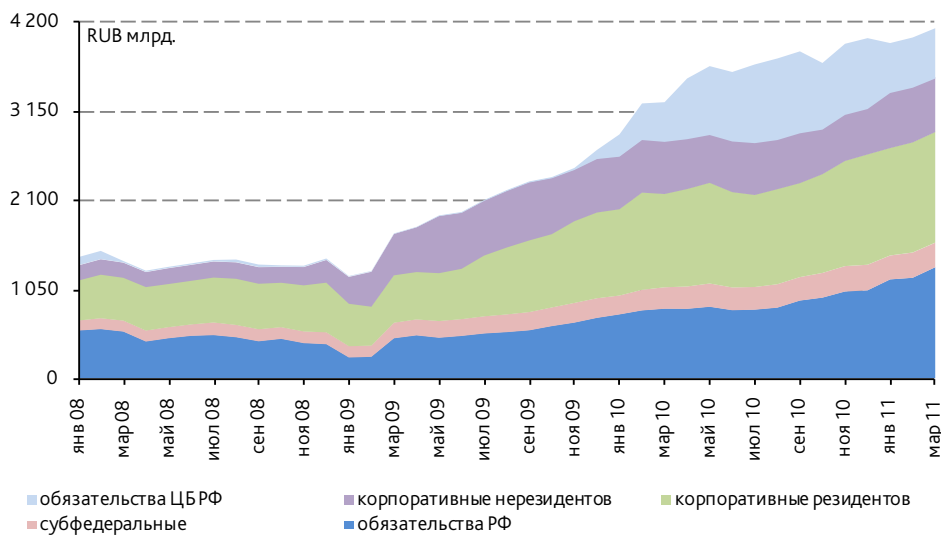
Отметим, что активным инвестициям в долговые бумаги в 2009 году также способствовали послабления в учете разного вида портфелей со стороны ЦБ, а также либерализация требований в части РЕПО ЦБ (минимальный порог по рейтингам снижен до ВЗ/В-).

В 2010 году восстановление экономики позволило ускорить темпы роста кредитования, и мы ожидаем сохранения подобных тенденций в 2011 году (+15-20% за год). В то же время ужесточение кредитно-денежной политики со стороны регуляторов неизбежно ослабит активность эмитентов на первичном долговом рынке. По нашим предположениям, подобную динамику можно будет наблюдать уже со 2 квартала 2011 года включительно. Ужесточение требований ЦБ РФ по вхождению в ломбардный список, озвученное в начале февраля 2011 года, как мы считаем, будет способствовать дальнейшему «вымыванию» бондов эмитентов 3-го эшелона с рынка. Так, если на докризисном бондовом рынке (включая ОФЗ) 50% всей капитализации приходилось на самые доходные бумаги 3-го эшелона, то к декабрю 2010 года их доля упала до 20%. Мы полагаем, что этот показатель к концу текущего года сократится до 14-15% от общего объема рынка. Если наложить сказанное выше на начало изъятия избыточной ликвидности из системы, то мы получим дополнительные аргументы в пользу замедления темпов роста бондовых портфелей в активах банков.

Мы проанализировали структуру вложений банков в облигации по секторам (государственные, субфедеральные и муниципальные, корпоративные) и группам эмитентов с целью проследить динамику их присутствия в портфелях банков. На 1 марта 2011 года вложения банков в долговые обязательства (без учета обязательств, переданных контрагентам на возвратной основе, обязательств иностранных государств и обязательств, не погашенных в срок) составили RUB4.14 трлн., из которых RUB3.67 трлн. приходятся на торговый портфель, а остальные RUB0.47 трлн. – на портфель облигаций, удерживаемых до погашения. К торговому портфелю мы с некоторой оговоркой относим ценные бумаги, которые, в соответствии с планом счетов бухгалтерского учета ЦБ РФ, учитываются на счетах долговых обязательств, оцениваемых по справедливой стоимости через прибыль или убыток, и счетах долговых обязательств, имеющих в наличии для продажи.

По суммарному портфелю распределение прироста вложений за 14 месяцев (с начала 2010 года по 1 марта 2011 года – последние отчетные данные по кредитным организациям) выглядит так: +125.3% – обязательства ЦБ (ОБР), +73.3% – долги РФ (ОФЗ), +29.0% – субфедеральные и муниципальные, +27.5% – корпоративные резидентов, +3.1% – корпоративные нерезидентов (в основном – еврооблигации).

ДИАГРАММА 20. СТРУКТУРА БРУТТО-ПОРТФЕЛЯ ОБЛИГАЦИЙ БАНКОВ (БЕЗ УЧЕТА ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, ПЕРЕДАННЫХ В РЕПО, ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ИНОСТРАННЫХ ГОСУДАРСТВ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, НЕ ПОГАШЕННЫХ В СРОК), ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011, ДАННЫЕ НА НАЧАЛО МЕСЯЦА



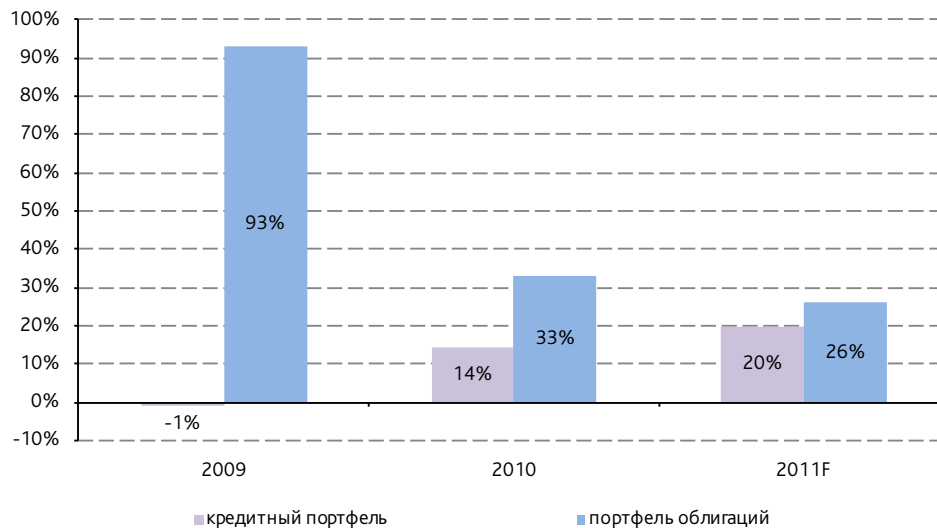
Источник: <http://www.cbr.ru>, расчеты НБ «Траст»

Подводя итог анализу структуры портфелей ценных бумаг российских банков, зафиксируем тренд 2011 года. В соответствии с нашим видением сокращения в 2011 году первичного предложения облигаций со стороны эмитентов корпоративного сегмента, следует ожидать увеличения доли вложений банков в государственные бумаги – ОФЗ и ОБР. **Выше мы пришли к выводу, что Минфин в текущем году, вероятнее всего, увеличит рынок ОФЗ не более чем на RUB800 млрд. Мы полагаем, что российским банкам из них может достаться до RUB650-700 млрд.** (по сравнению с нетто-притоком госбумаг на балансы банков в 2010 году в размере RUB400-450 млрд.).

Одновременно мы ожидаем, что увеличение портфелей ценных бумаг российских банков в части корпоративных и субфедеральных выпусков в 2011 году будет несколько большим либо сопоставимым с уровнем 2010 года – тогда оно составило RUB550-600 млрд.

Нетто-увеличение долговых портфелей банков в 2011 году в лучшем случае может составить RUB1.1-1.3 трлн. (+26-28% в годовом исчислении) против RUB990 млрд. (+33% год к году) годом ранее. Таким образом, мы ждем, что в относительном выражении прирост замедлится почти на четверть.

ДИАГРАММА 21. ТЕМПЫ ПРИРОСТА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ И ПОРТФЕЛЯ ОБЛИГАЦИЙ БАНКОВ, ГОД К ГОДУ, 2009-2011П



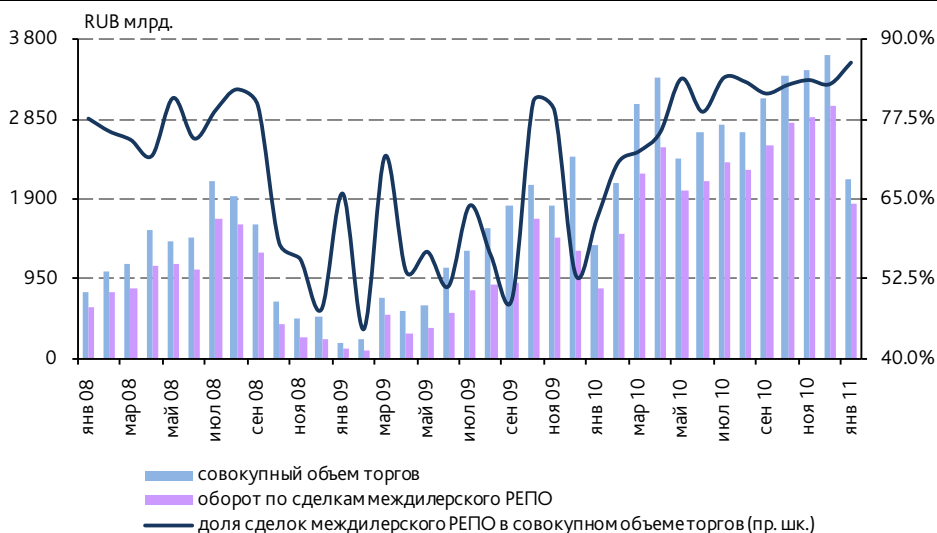
Источник: <http://www.cbr.ru>, расчеты НБ «Траст»

## РЫНОК РЕПО КАК СВИДЕТЕЛЬСТВО ПОСТКРИЗИСНОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ РЫНКА

Свидетельством того, что вторичный рынок полностью оправился от кризиса, является даже беглый взгляд на рынок РЕПО – основной сегмент вторичного рынка облигаций. Объем торгов на вторичном рынке превысил докризисный пик июля 2008 года (RUB2.1 трлн.) в марте 2010 года и после относительного летнего «затишья» возобновил достижение новых максимумов в оставшуюся часть года с апофеозом в декабре (RUB3.61 трлн.).

Фактически еще раньше восстановился сегмент РЕПО, продемонстрировав сопоставимые с докризисными объемы уже в октябре 2009 года. Доля сделок РЕПО в совокупном обороте вторичных торгов вернулась на предсентябрьские максимумы 2008 года и закрепилась выше в мае прошлого года. Со второго полугодия доля РЕПО в обороте вторичного рынка устойчиво растет – в декабре она составила 83.1%. И уж совершенно рекордный уровень января (86.5%) обусловлен традиционным для первого месяца года сжатием оборотов вторичного рынка при сохранении более высокой активности на рынке РЕПО.

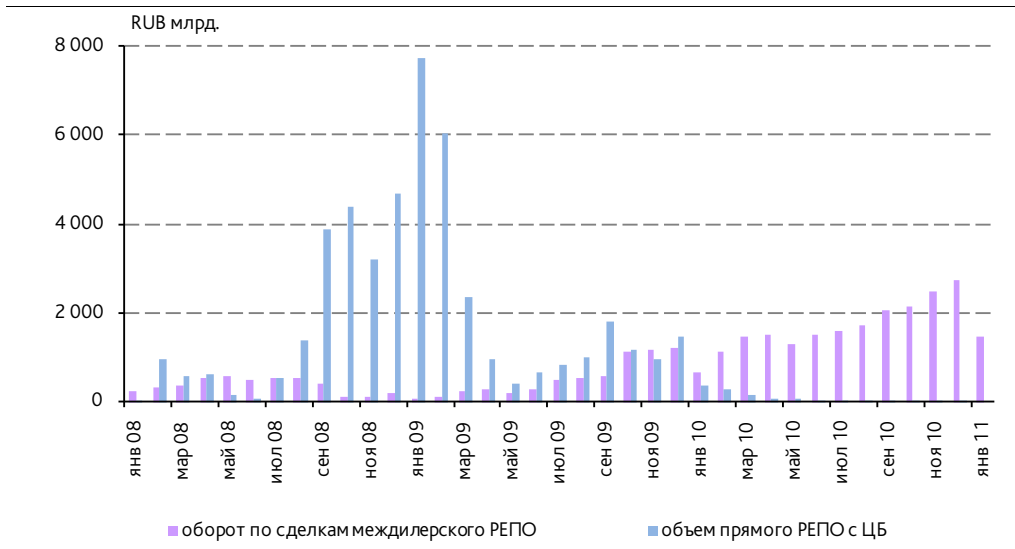
ДИАГРАММА 22. ТОРГОВАЯ АКТИВНОСТЬ В СЕГМЕНТЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА ФБ ММВБ: СОВОКУПНЫЙ ОБЪЕМ ТОРГОВ И МЕЖДИЛЕРСКОЕ РЕПО, ЯНВАРЬ 2008 – ЯНВАРЬ 2011



Источник: <http://www.micex.ru>, расчеты НБ «Траст»

Стабилизация ситуации с ликвидностью у финансовых институтов, сопровождавшаяся сокращением зависимости от финансирования со стороны Банка России и Минфина, достаточно четко прослеживается в изменении структуры сделок РЕПО в сегменте госбумаг. Зависимость от прямого РЕПО с ЦБ существенно сократилась уже с марта 2009 года, а с декабря 2009 года объем сделок прямого РЕПО с ЦБ непрерывно стремился к нулю – со второй половины 2010 года их доля не превышала 1% от объема междилерского РЕПО.

ДИАГРАММА 23. ОБОРОТ ТОРГОВ В РЕЖИМАХ РЕПО В СЕГМЕНТЕ ГОСБУМАГ НА ФБ ММВБ, ЯНВАРЬ 2008 – ЯНВАРЬ 2011



Источник: <http://www.micex.ru>, расчеты НБ «Траст»

Мы ожидаем, что 2011 год для рынка РЕПО станет периодом усиления внутреннего контроля над рисками со стороны соответствующих подразделений профессиональных участников рынка ценных бумаг. Полагаем, что к настоящему моменту риск данных операций уже достаточно высок. Состоит он в заключении многократных сделок РЕПО с одним и тем же пакетом облигаций, что ведет к увеличению общего левириджа на рынке. В качестве наиболее применимых мер нам видятся: установление минимальных дисконтов и иных ограничительных параметров по эмитентам, адаптация требований об осуществлении РЕПО исключительно через организатора торговли (биржевое РЕПО) и пр.

Мы считаем, что **указанные предпосылки не будут способствовать росту объемов сделок РЕПО вследствие более высоких требований к кредитному качеству эмитентов по сравнению с докризисным периодом.** Очевидно, что в таких условиях мы не ждем постепенной активизации заемщиков 3 эшелона на первичном рынке. Недавние шаги ЦБ РФ по ограничению возможностей эмитентов для включения их облигаций в ломбардный список, что мы подробнее рассматриваем ниже, убеждают нас в этой логике.

### ЛОМБАРДНЫЙ СПИСОК ЦБ – ПРИШЛА ПОРА УЖЕСТОЧЕНИЙ

Не нужно объяснять значимость либерализации требований к ценным бумагам для включения их в ломбардный список Центробанка, которая осуществлялась регулятором в период острой фазы кризиса. Расширение ломбардного списка способствовало оживлению рынка РЕПО – риск контрагента в существенной степени нивелировался возможностью «отнести» оставшееся на руках (в случае его банкротства) залоговое обеспечение в ЦБ и получить под него финансирование.

До февраля 2011 года допуск ценных бумаг в ломбардный список ЦБ имели эмитенты с рейтингом не ниже «В3/В-». Далее имеет место последовательное ужесточение:

- С февраля регулятор закрыл возможность включения в ломбардный список выпусков с рейтингом аналогичного уровня («В3/В-»), сохранив ее только для уже обращающихся бумаг указанной рейтинговой категории.

- С апреля вход в «ломбард» был закрыт для новых выпусков эмитентов с рейтингом «B2/B», с возможностью включения обращающихся выпусков с указанным рейтингом.
- Начиная с июля на включение в ломбардный список ЦБ могут претендовать эмитенты с рейтингом не ниже «B1/B+».

Заметим, что объем рынка облигаций, не подпадающих под требования к включению в ломбардный список, значителен и измеряется сотнями миллиардов рублей. Так, сейчас на рынке обращаются бонды компаний с рейтингами ниже B1/B+ на сумму порядка RUB170 млрд. Из них в ломбардном списке присутствует меньшая часть. Общий объем инструментов эмитентов корпоративного сектора без рейтинга превышает RUB620 млрд. По нашим оценкам, общий навес предложения со стороны «обиженных» Центробанком бумаг превышает RUB200 млрд.

Соответственно, ужесточение требований к эмитентам для включения в ломбардный список в значительной степени ограничивает доступ на рынок заемщикам с невысоким кредитным качеством. В докризисные времена инвестбанки готовы были за комиссионные организовывать размещения выпусков третьего эшелона, зачастую не заботясь об их продаже клиентам и формировании ликвидного вторичного рынка – складирование данных выпусков на собственной книге имело следствием принятие всех рисков дефолта эмитента на себя. Опыт дефолтов 2008-2009 гг. сделал такую схему работы неприемлемой – и при отсутствии интереса инвесторов к конкретному сегменту или отрасли возможности предложения облигаций по открытой подписке ограничиваются. Собственно, в этой связи мы и ждем сокращения предложения в 2011 году со стороны эмитентов третьего эшелона.

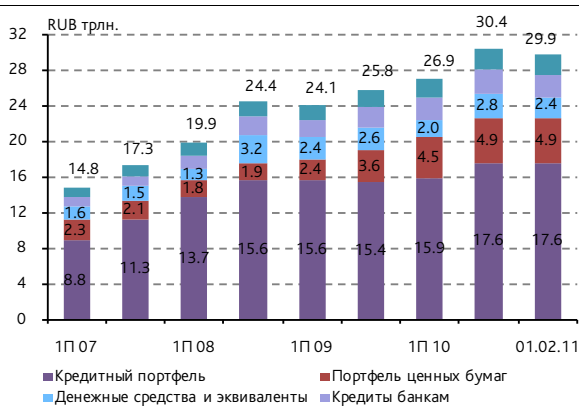
## БАНКОВСКИЙ СЕКТОР: ВОССТАНОВЛЕНИЕ НАЛИЦО, НО ТОРГОВЫХ ИДЕЙ НЕМНОГО

- В 2010 году банки восстановили позитивную динамику объёмов кредитования и во 2П 2010 превзошли докризисную величину кредитного портфеля. Мы ожидаем их роста и в 2011 году на 15-20% при опережающих темпах розничных заимствований.
- Качество совокупного кредитного портфеля банков демонстрирует позитивную динамику после переломного момента в середине 2010 года. При этом просроченные кредиты начинают сокращаться и в денежном выражении, однако мы ожидаем «выздоровления» не ранее 2012.
- Средства частных клиентов в 2010 году выступили одним из основных источников финансирования деятельности банков, позволив существенно снизить стоимость фондирования на фоне опережающего снижения ставок по вкладам. Мы рассчитываем на сохранение позитивной динамики притока клиентских средств в банки и в 2011 году.
- Сокращение отчислений в резервы позволяет банкам вернуться к докризисным показателям прибыльности. На наш взгляд, этот фактор сохранит свое влияние на показатели P&L и в 2011 году.
- На внутреннем рынке преобладают слишком узкие спреды к суверенной кривой, и облигации банков в большинстве своём перекуплены. Еврооблигации также демонстрировали значительное сужение спредов с осени 2010 года, однако оно было менее значительным в бумагах некоторых частных банков.

### ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

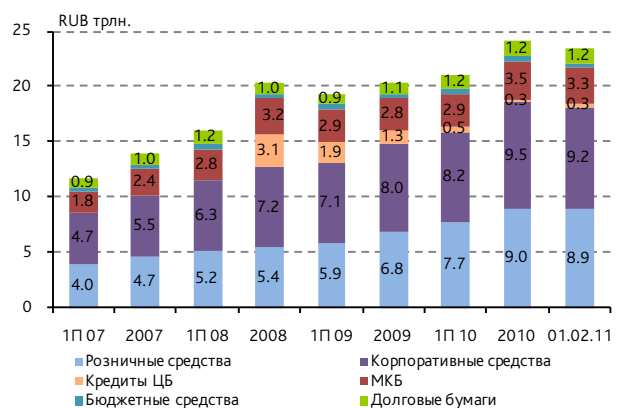
Российский банковский сектор достойно пережил кризис 2008-2009 гг., а принятые регулятором меры (субординированные займы, прямое РЕПО ЦБ РФ, поддержание ликвидности, прямые кредиты) были достаточно эффективны, доказав жизнеспособность национальной финансовой системы как таковой. Банки продемонстрировали умение абсорбировать убытки при поддержании необходимого уровня обеспеченности капиталом. Примечательно, что это было характерно не только для крупных государственных игроков, но и для банков с частным и иностранным участием в капитале разного уровня. Проблемы коснулись отдельных представителей сектора и носили, скорее, частный, нежели системный характер (Межпромбанк, банк «КИТ Финанс» и санированные ВЭБом Глобэкс, Связь-банк и другие).

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ АКТИВОВ



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ФОНДИРОВАНИЯ



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Финансовые показатели российских банков по РСБУ свидетельствуют о последовательном восстановлении деятельности банковской системы, и мы позитивно относимся к перспективам развития сектора в целом. Уже в июне 2010 банки нарастили величину **кредитов корпоративным клиентам** до исторических максимумов (RUB12.3 трлн. в начале 2009), а к настоящему моменту существенно их превзошли (RUB13.7 трлн. на 01.03.2011). Примечательно, что к концу 2010 года банкам удалось достичь докризисных показателей и по объёму **займов частным лицам** в RUB3.5 трлн. Мы полагаем, что темпы прироста кредитов в текущем году не уступят данным 2010 года (+14.2% по нашим расчетам) и рассчитываем на увеличение совокупного кредитного портфеля банков на 15-20% за год. Одновременно мы ожидаем опережающего развития розничного кредитования, особенно во 2П 2011 г.

ДИАГРАММА 3. ДИНАМИКА ОБЪЁМА КОРПОРАТИВНОГО И РОЗНИЧНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ

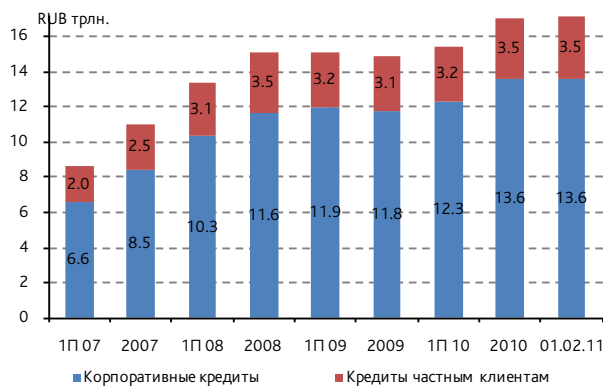
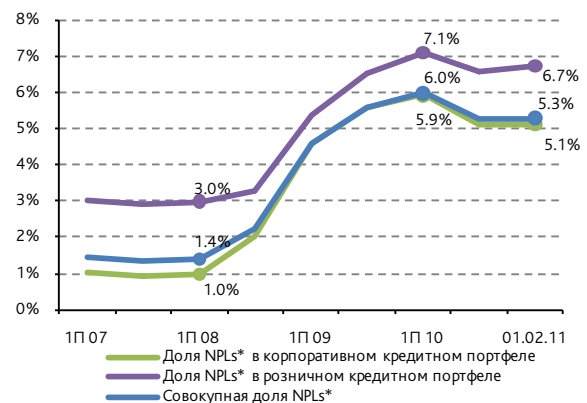


ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО И РОЗНИЧНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

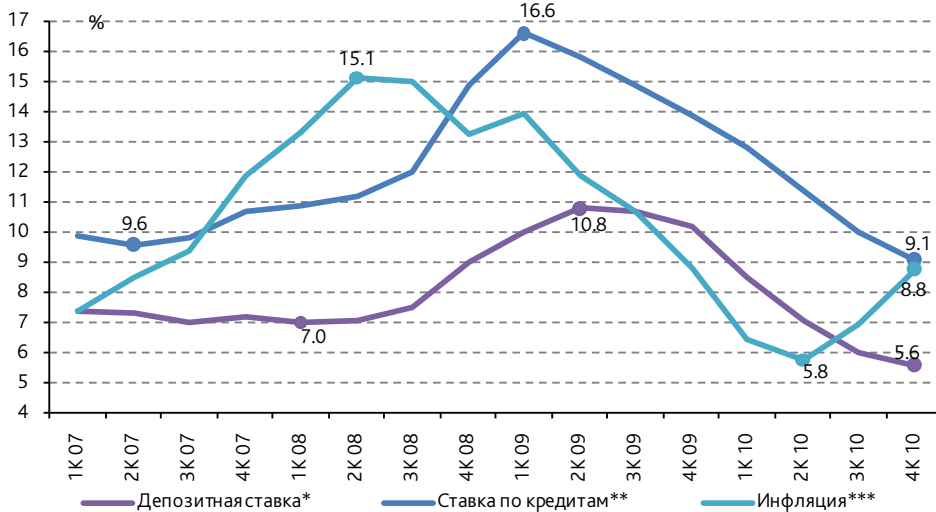
\* Доля просроченных кредитов свыше 1 дня по РСБУ  
Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Наблюдается последовательное восстановление **качества кредитных портфелей**: доля просроченных кредитов свыше одного дня достигла, по нашим оценкам, исторического максимума в 6.2% к середине 2010 года и сократилась до 5.3% к началу марта 2011. Примечательно, что во 2П 2010 просроченные займы корпоративным и частным клиентам начали демонстрировать кратковременное снижение не только в относительном, но и в абсолютном выражении м/к/м. Впрочем, уровень проблемных займов все еще высок: текущие показатели доли проблемных займов превышают докризисные на 3-4 п.п.

На наш взгляд, вернуться к комфортным уровням просроченных займов в кредитных портфелях банкам удастся в лучшем случае не раньше середины 2012 года. В 2011 году мы ожидаем увидеть умеренное улучшение качества активов. В то же время мы с осторожностью смотрим на ускорение темпов снижения доли проблемных кредитов физическим лицам в портфелях: для ряда банков активная экспансия рынка розничного кредитования во 2П 2010 требует проверки временем на качество.

В 2010 году банки также сумели выйти на докризисные уровни по объёму **заработанной чистой прибыли**: RUB410.8 млрд., или +8.8% к итогам 2008 года. Это позволило достичь показателя прибыльности активов в 0.4%, что лишь незначительно уступает 0.5% по итогам 2008. Основным источником восстановления показателей послужило трехкратное (относительно прошлого года) сокращение отчислений в резервы на обесценение кредитов на фоне стабилизации их качества.

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА СТАВОК ПО КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ



\* Средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физических лиц, кроме депозитов "до востребования", в кредитных организациях сроком до 1 года

\*\* Средневзвешенная ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям в рублях сроком до года

\*\*\* Инфляция в годовом выражении на конец периода

Источник: ЦБ РФ, Росстат, НБ «Траст»

В то же время **чистые процентные поступления** выросли незначительно (+4% г/к/г), несмотря на активный приток более дешевых средств клиентов в пассивы (+26% за 2010 год) и позитивную динамику объема кредитования во 2П 2010. Причиной тому выступило опережающее снижение процентных ставок по кредитам на 4-5 п.п., нежели по депозитам (на 3-4 п.п.). Это в свою очередь оказало существенное влияние на чистую процентную маржу: по нашим оценкам, она снизилась за год на 1.7 п.п. Мы ожидаем, что давление на нее сохранится и в 1П 2011 г.

Мы ожидаем, что приток **средств клиентов** в банки сохранится на уровне 20-25% и в 2011 году, но мы не исключаем и замедления темпов прироста. С одной стороны, средние уровни ставок по депозитам находятся на минимальных уровнях за последние 4 года (см. Диаграмму 5). На наш взгляд, вполне вероятно, что с ростом конкуренции среди банков за новых вкладчиков и по мере повышения регулятором базовых ставок политика банков в отношении привлечения средств клиентов будет более щедрой. С другой стороны, инфляционное давление может подтолкнуть население скорректировать поведение в пользу потребления доходов, нежели их сбережений, тем более при отрицательных реальных ставках по депозитам.

## РЫНОЧНЫЕ ИГРОКИ: СТРУКТУРНЫЕ СДВИГИ

**Банки-нерезиденты теряют свои позиции на рынке кредитования.** По нашим оценкам, их доля с начала 2009 года по текущий момент сократилась на 1.5-2.0 п.п. до 8.8% от всех займов. В первую очередь это вызвано менее устойчивыми позициями на рынке корпоративного кредитования. Объем кредитного портфеля юридическим лицам у банков-нерезидентов во время кризиса падал быстрее рынка и восстанавливался медленнее. В итоге с начала 2009 года объем займов корпоративным клиентам сократился на 15-16% за два года до RUB0.9-1 трлн. (7.0% от объема всех ссуд юридическим лицам), в то время как рынок продемонстрировал прирост на 11-12%.

В розничном бизнесе банки-нерезиденты чувствуют себя более уверенно: их доля рынка здесь исторически выше (15.5% на 01.03.2011), и с начала 2009 года они потеряли только 0.5% рынка. При этом отметим, что во 2П 2010 года банки с иностранным участием в капитале демонстрировали опережающую рынок динамику розничного кредитного портфеля (на 0.4 п.п. в среднем за месяц). Поэтому, рассчитывая на активизацию розничного кредитования к концу 2011 года, мы ожидаем увидеть как минимум сохранение текущих позиций.

**Государственные банки активизируют розничное кредитование.** Кризис позволил госбанкам нарастить свою долю займов розничным клиентам за 2 года на 2.5-3 п.п. до 57.5%. В качестве основных конкурентоспособных преимуществ мы выделяем следующие факторы:

- существенная государственная поддержка;
- доступ к более дешевому фондированию и кредитоспособным клиентам (зарплатные и прочие проекты для сотрудников обслуживаемых корпораций);
- обширная филиальная сеть для большинства государственных банков и более высокая степень доверия населения (особенно в период кризиса).

Отметим, что экспансия государственных банков на рынок характеризуется последовательным и стабильным темпом прироста объема кредитов физическим лицам. В то же время в период осеннего розничного бума в 2010 частные представители сектора и банки-нерезиденты наращивали объемы займов частным клиентам опережающими темпами, что мы связываем с эффектом низкой базы. Если благоприятная конъюнктура на рынке розничного кредитования сохранится, мы не исключаем, что этим игрокам удастся отыграть свою долю у госбанков.

**Частные банки демонстрируют более высокие темпы прироста кредитов корпоративным клиентам.** Несмотря на гегемонию государственных организаций в банковском российском сегменте, частные банки с конца 2009 года начали наращивать корпоративный ссудный портфель более быстрыми темпами. Это позволило им в 2010 году нарастить долю рынка кредитов юридическим лицам на 2.5 п.п. – до 29.9% на начало марта 2011 года, и мы ожидаем сохранения этой тенденции. С одной стороны, мы связываем подобную динамику с тем, что корпоративный кредитный портфель государственных банков в 2 раза превосходит аналогичный портфель частных банков. Это позволяет последним демонстрировать более быстрые темпы прироста. С другой стороны, во время кризиса для большинства крупных компаний 2-го эшелона банковские кредиты были одним из основных доступных источников финансирования. Эти средства предоставляли, как правило, крупные государственные банки, куда направлялся основной поток субординированных займов в рамках антикризисной поддержки. По мере восстановления своей деятельности компании последовательно сокращают долговую нагрузку, или как минимум не стремятся ее активно наращивать при реализации инвестиционных программ, что обуславливает меньшие темпы прироста корпоративных кредитов у государственных банков.

## **ОБЛИГАЦИИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА: ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ**

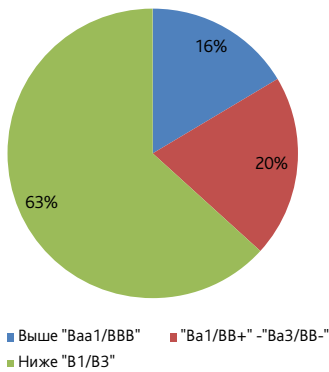
Банковский сектор как никакой другой представлен на рынке публичного долга во всем своем многообразии. Долговые инструменты выступают важным источником фондирования для банков, позволяя диверсифицировать временную структуру обязательств.

Исторической особенностью российского рынка банковских обязательств является их «краткосрочность». Средства корпоративных клиентов из RUB9.2 трлн. на 01.03.2011 наполовину представлены волатильными текущими счетами. Наиболее востребованным депозитным инструментом юридических лиц выступают вклады до востребования и сроком до года: около RUB3 трлн. в совокупности, или 50% от всех депозитов корпоративных клиентов, по данным ЦБ на начало 2011 года. Средства физических лиц выступают более долгосрочным источником финансирования: из RUB8.9 трлн. текущие счета составляют только RUB1.2 трлн. на начало марта 2011. При этом наиболее популярным способом сбережения для населения выступают депозиты сроком от года до трех лет (56% от всех депозитов частных клиентов на 01.01.11). Остальные средства представлены преимущественно вкладами до востребования и сроком до года (по 17-18%), депозиты на срок более 3 лет составляют менее 9%.

Краткая срочность базы фондирования вынуждает банки привлекать более длинные субординированные займы и синдицированные кредиты, а также активно занимать на публичных долговых рынках. Средний срок обращения рублевых облигаций составляет 1-3 года, еврооблигаций – 3-5 лет. Для ведущих банков срок обращения бумаг увеличивается до 7-10 лет не только на внешнем, но и на внутреннем рынке (ВЭБ, ЕБРР, ВТБ, РСХБ). Для банков 2-3 эшелона на рублевом рынке этот срок составляет, как правило, не более двух лет, поскольку более длинный диапазон требует существенной премии. Внешний рынок публичного долга для данных представителей сектора практически недоступен, т.к. предъявляет повышенные требования:

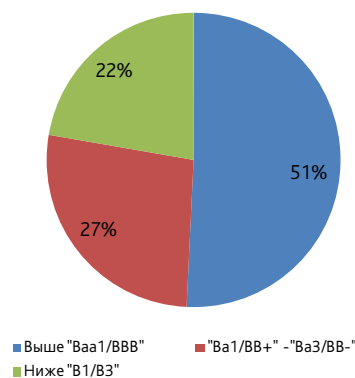
- отчетность по МСФО/US GAAP,
- наличие рейтингов от нескольких агентств,
- более существенные размеры комиссии.

ДИАГРАММА 6. КОЛИЧЕСТВЕННАЯ СТРУКТУРА БАНКОВ-ЭМИТЕНТОВ РУБЛЕВОГО ДОЛГА



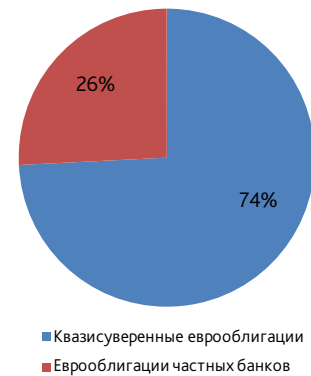
Источник: ММВБ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. СТРУКТУРА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ БАНКОВ ПО ОБЪЕМУ ЭМИССИЙ



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 8. СТРУКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ БАНКОВ ПО ОБЪЕМУ ЭМИССИЙ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Приведем основные цифры по публичному рынку долга банковского сегмента на текущий момент:

- На рублевом рынке облигаций эмитентами выступают около 80 банков с выпусками на общую сумму свыше RUB750 млрд. Более половины объёма размещенных бумаг приходится на банки с рейтингами выше инвестиционного уровня (диаграмма 7). По количеству остальные эмитенты естественно преобладают (свыше 80% от всех банков, диаграмма 6), но средний объём их размещения составляет RUB2-4 млрд. (около RUB10-15 млрд. для крупнейших банков).
- На рынке еврооблигаций присутствуют 27 банков с выпусками на сумму порядка USD43-44 млрд., 83% которых номинированы в долларах. Остальные бумаги размещены в евро (EUR1.9 млрд.), рублях (RUB63 млрд.), швейцарских франках (CHF1.3 млрд.) и сингапурских долларах (SGD400 млн.). Около 74% объёма долга приходится на размещения квазигосударственных банков (Сбербанк, РСХБ, ВТБ, ВЭБ, Газпромбанк и Банк Москвы). Основными эмитентами еврооблигаций среди частных банков выступают Альфа-Банк, Промсвязьбанк и Номос-Банк.

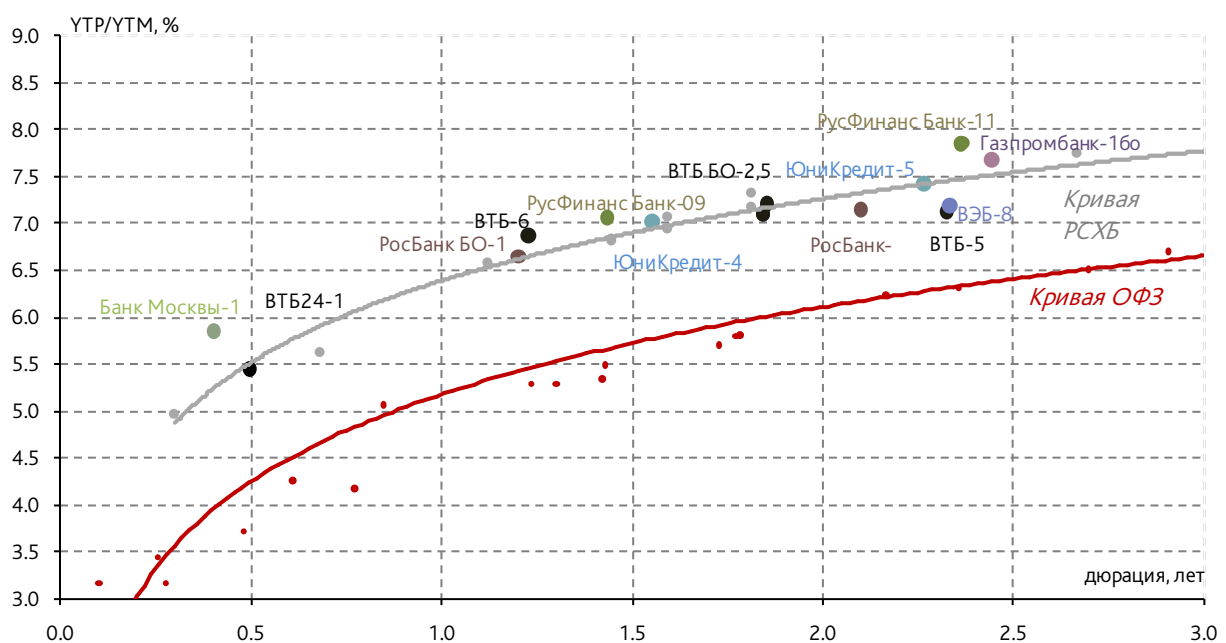
## ДИНАМИКА ОБЛИГАЦИЙ НА ВНУТРЕННЕМ И ВНЕШНЕМ РЫНКАХ

На протяжении всего 2010 года мы наблюдали рост котировок практически всех бумаг банков. Избыток ликвидности и низкий уровень ставок привел к сужению спредов облигаций к суверенной кривой. В итоге мы считаем перекупленными бумаги большинства эмитентов банковского сектора на внутреннем рынке, кроме того, для некоторых банков спреды по доходностям бумаг неадекватно отображают разницу в кредитных метриках.

### БАНКИ С РЕЙТИНГАМИ ВЫШЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ

На рублевом рынке наиболее качественными эмитентами являются такие крупные государственные и иностранные банки, как ВТБ, РСХБ, Газпромбанк, ВЭБ, Банк Москвы, ЕАБР, ЕБРР, ЮниКредит, Росбанк, РусФинанс, БНП Париба. На внешнем рынке долга вышеупомянутый список государственных эмитентов дополняет Сбербанк.

ДИАГРАММА 9. ДОХОДНОСТЬ БАНКОВ 1-ГО ЭШЕЛОНА НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

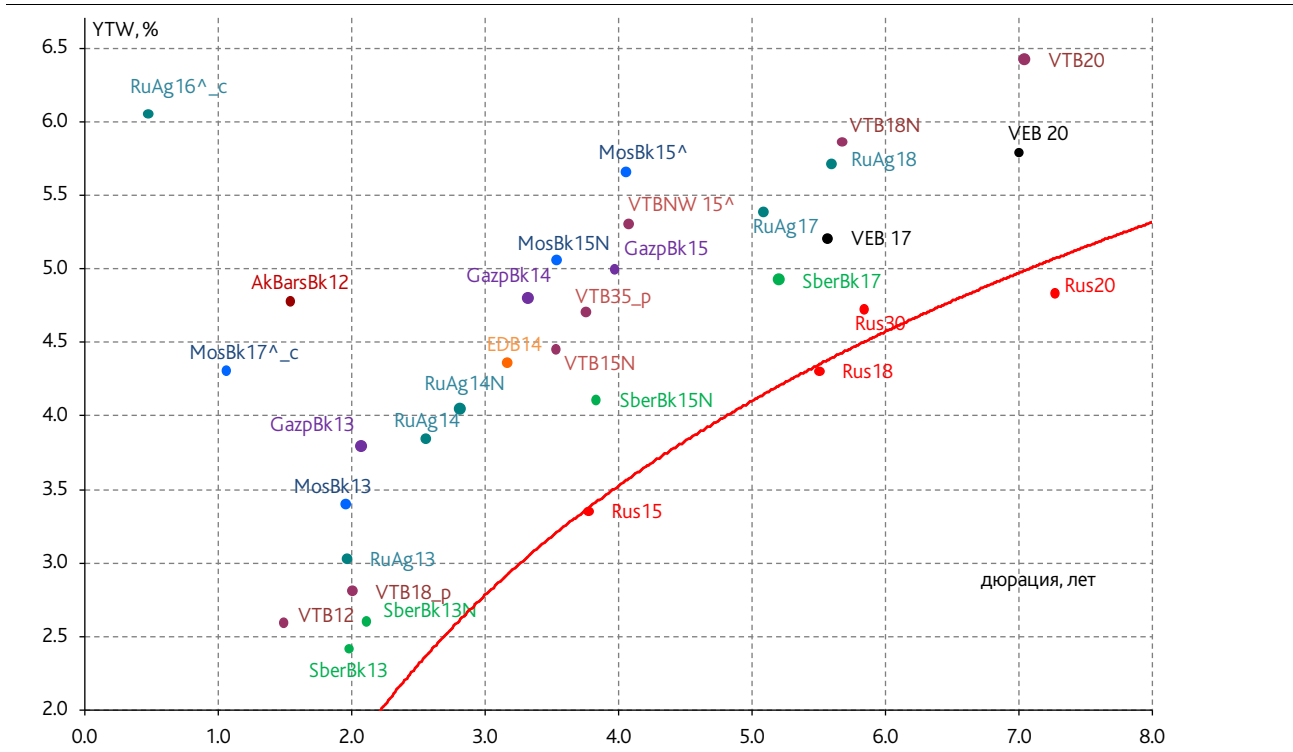
В текущих условиях рублевые бумаги 1-го эшелона торгуются практически на одной кривой и предлагают премию к кривой РФЗ на уровне 100-130 бп на горизонте 1.5-3 года, в то время как в начале прошлого года премия большинства выпусков превышала 150-200 бп. Отметим, что бумаги банковского сектора предлагают большую премию к суверенной кривой, нежели компании других отраслей сопоставимого уровня. Так, облигации Газпрома на данный момент торгуются со спредами в 40-60 бп на внутреннем рынке. Премию выше 50-70 бп для бумаг финансового сектора мы считаем вполне справедливой.

На рынке еврооблигаций картина несколько иная: здесь разницу в доходностях более ярко отражают различия в кредитных метриках эмитентов. Иными словами, с точки зрения relative value, рублевые облигации по сравнению с валютными переоценены.

Минимальную премию к государственным выпускам предлагает долг **Сбербанка**, который мы считаем наиболее интересным из качественных эмитентов, ввиду более скромных планов по внешним заимствованиям на 2011 год (USD2-4 млрд.).

С осени 2010 года спреды между еврооблигациями банка и суверенными выпусками демонстрируют активное сужение. Так, разница доходностей **Sberbank 17 – Russia 30** сократилась со 100-120 бп осенью 2010 до минимальных 25-30 бп на данный момент. Сопоставимую динамику сужения спредов на 100 бп в среднем за аналогичный период продемонстрировали и более короткие выпуски. Однако отметим, что текущая премия **Sberbank 15** к **Russia 15** составляет около 80 бп. На наш взгляд, стоит сыграть в краткосрочной перспективе на выравнивании разниц в доходностях, покупая премию более короткого выпуска с погашением в 2015 году. В то же время мы не склонны ожидать дальнейшего уменьшения премии **Sberbank 17** к **Russia 30**.

ДИАГРАММА 10. ДОХОДНОСТЬ КВАЗИСУВЕРЕННЫХ БАНКОВ НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

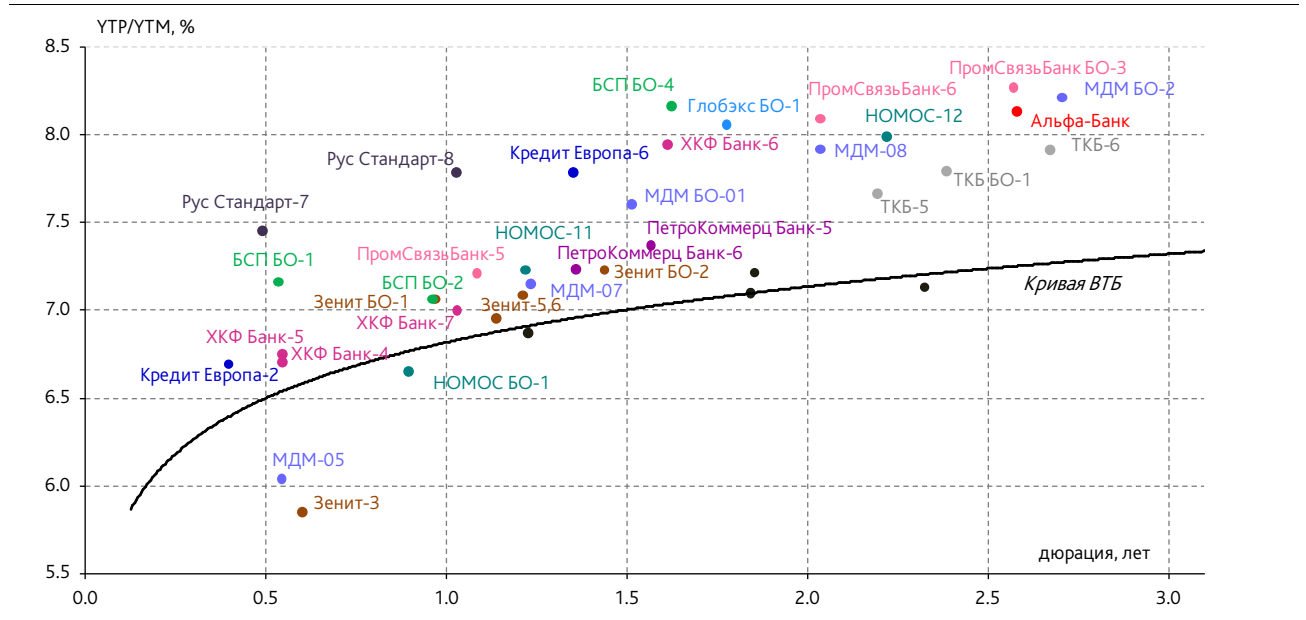
Намерения **ВТБ** и **ВЭБа** по выпуску публичного долга в текущем году более амбициозны (до USD5 млрд. и USD8 млрд. соответственно), что обуславливает премию выше 30-50 бп и 10-30 бп к сопоставимым бумагам Сбербанка. Для бумаг ВТБ премия еврооблигаций осенью 2010 года достигала 230-250 бп к суверенным выпускам, в то время как на данный момент она составляет порядка 100-170 бп. Сопоставимую динамику продемонстрировали и бумаги ВЭБа, сократив премию к государственным выпускам в среднем на 70-80 бп. Отметим, что наибольшее сужение спредов наблюдалось именно в феврале-марте 2011, что было вызвано благоприятным для инвестиций в российский долговой рынок внешним фоном. Однако на дальнейшее сужение спредов мы не рассчитываем.

Выделим динамику евробондов **Банка Москвы**. По мере развития событий вокруг сделки ВТБ по покупке акций Банка Москвы спреды между бумагами сузились со 100 бп до 40-60 бп. Мы не рассчитываем на дальнейший рост котировок Банка Москвы в дальнейшем, на текущий момент сделка по приобретению банка фактически завершена, и справедливый спред между бумагами мы видим не выше 30-50 бп.

### БАНКИ С РЕЙТИНГАМИ «Ba3/BB-»-«Ba1/BB+»

Наиболее крепкими представителями данной категории на долговом рынке выступают крупные частные банки Альфа-Банк, Промсвязьбанк, Номос-Банк, Зенит, МДМ-Банк и Петрокоммерц. На текущий момент на внутреннем рынке премия их бумаг к выпускам банковских облигаций 1-го эшелона едва превышает 50-60 бп. Банки, ориентированные на розницу (Русский Стандарт, ХКФ Банк), предлагают в среднем дополнительные 30-50 бп, что вполне адекватно в текущих рыночных условиях.

ДИАГРАММА 11. ДОХОДНОСТЬ БАНКОВ С РЕЙТИНГАМИ УРОВНЯ «Ba3/BB-»-«Ba1/BB+» НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

Мы ожидаем, что по мере сохранения благоприятной конъюнктуры на рублевом внутреннем рынке существует потенциал роста котировок отдельных бумаг. В первую очередь это касается первичных размещений. Так, судя по динамике котировок недавно разместившихся выпусков (+50-60 бп в цене для **МДМ БО-2**, +80-100 бп для **Альфа-Банк-1** и **Промсвязьбанк БО-3**), можно ожидать сопоставимых тенденций и в отношении новых выпусков (**БНП Париба** и **ОТП Банк-2**, в частности).

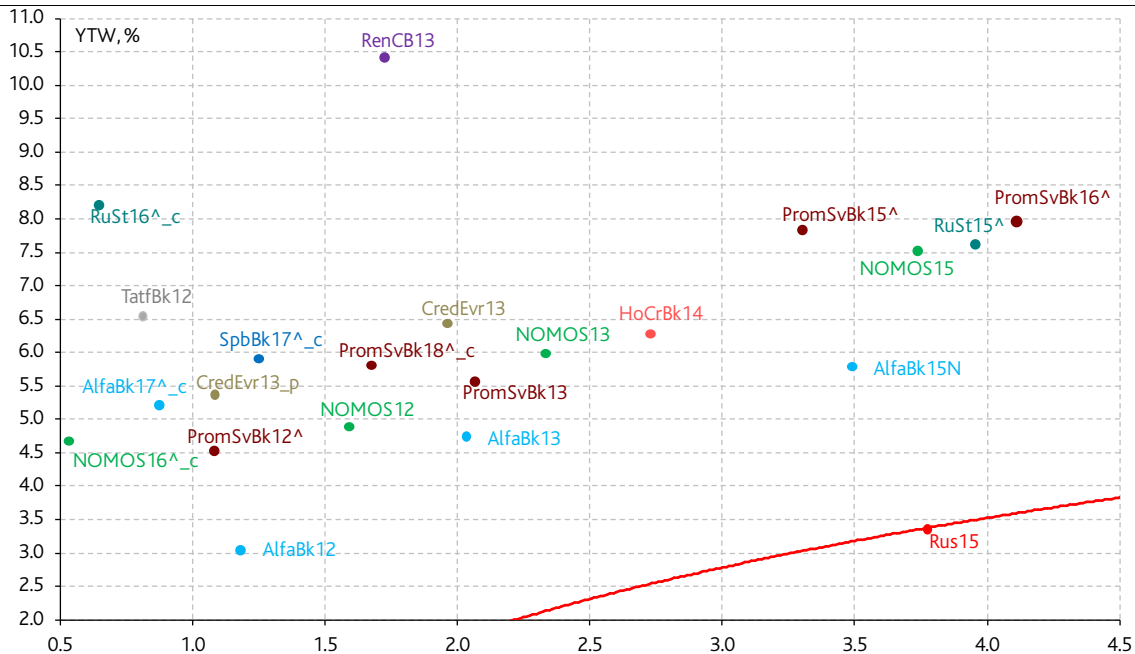
На внешнем рынке бумаги **Альфа-Банка** торгуются со спредом к суверенным выпускам в 200-250 бп. Отметим, что осенью 2010 года премия для **Alfa Bank 15** достигала 400 бп. Текущие уровни мы находим вполне справедливыми и считаем кредитный риск Альфа-Банка наиболее низким среди бумаг частных банков для инвесторов с пониженным аппетитом к риску.

Бумаги **Номос-Банка** на аналогичном диапазоне кривой продемонстрировали более скромное снижение премии с 500 бп до 380-400 бп. На наш взгляд, для выпусков сохраняется потенциал дальнейшего роста котировок. К тому же спред между выпусками Номос-Банка и Альфа-Банка составляет 100-130 бп. Наше видение справедливого значения не превышает 50-60 бп, и мы рассчитываем увидеть активный рост котировок бумаг по мере реализации планируемого банком IPO.

Длинные субординированные выпуски **Промсвязьбанка** долгое время предлагали достаточно высокие уровни доходностей и выступали привлекательными инвестициями, обеспечивая премию выше 600-630 бп к **Russia 15** на протяжении 2010 года. К настоящему времени, на фоне восстановления ситуации в банковском секторе и позитивной рыночной конъюнктуры, премии сузились до 430-470 бп к суверенным выпускам, или до 30-50 бп к **Nomos Bank 15**. Мы не рассчитываем на дальнейший рост котировок бумаг Промсвязьбанка.

Розничные банки на евробондах представлены новым выпуском ХКФ Банка, бумагами Русского Стандарта и низколиквидными выпусками Кредит Европа Банка. Наиболее качественной инвестицией здесь мы считаем еврооблигации ХКФ Банка, которые были размещены в марте этого года с купоном 7.00% с погашением в 2014 г. С момента обращения бумаги уже выросли в цене на 1-2 п.п. и торгуются с доходностью YTM 6.34%, что, на наш взгляд, не предполагает потенциал для дальнейшего снижения доходности.

ДИАГРАММА 12. ДОХОДНОСТЬ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЧАСТНЫХ БАНКОВ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Субординированный выпуск **Russian Standart 15** на данный момент предлагает доходность на уровне YTM 7.70%, что обеспечивает дисконт в 30 бп к чуть более длинному субординированному **Promsvyazbank 16**. На наш взгляд, **Russian Standart 15** существенно перепродан.

#### БАНКИ С РЕЙТИНГАМИ «В3/В-»-«В1/В+»

Из банков с рейтингами «В3/В-»-«В1/В+» на рынке евробондов сейчас торгуются бумаги банка «Ренессанс Кредит», Пробизнесбанка и Транскапиталбанка. Выпуски последних двух эмитентов не отличаются высокой ликвидностью, а совокупный объем привлеченных средств не превышает USD150 млн.

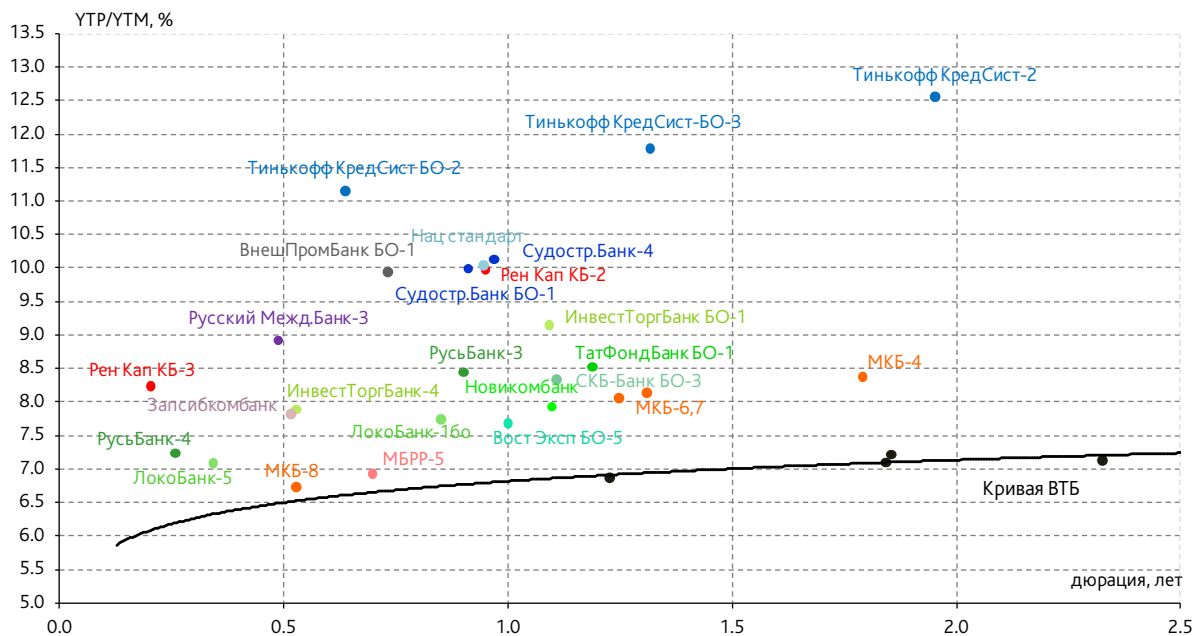
Евробонд **Банка Ренессанс Кредит** в меру ликвиден и предлагает доходность YTM 10.50% к погашению в 2013 году. С осени 2010 года спред между **RenCB 13** и суверенной кривой сузился только на 80-90 бп, т.е. менее быстрыми темпами, чем для эмитентов с более устойчивыми кредитными профилями. Инвестиции в евробонд представляют интерес для инвесторов с повышенным аппетитом к риску, и мы считаем, что у бумаг Ренессанс Кредита есть потенциал для роста котировок по мере восстановления основных финансовых показателей, которые мы в скором времени ожидаем увидеть в отчетности за 2010 год по МСФО.

Банки 3-го эшелона представлены наибольшим количеством эмитентов (около 46% от всех банков), однако по объему привлеченных средств занимают менее четверти всего рынка рублевого долга. Самые ликвидные бумаги представлены на Диаграмме 13. Большинство из них торгуются с премией менее 250-300 бп к бумагам 1-го эшелона, а потому в целом выглядят перекупленными и не представляют торгового интереса.

2010 год стал успешным годом для банков 3 эшелона с позиции привлечения долга на публичных рынках. Так, было размещено порядка 20 выпусков рублевых облигаций, т.е. в 1.5 раза больше чем в 2009 году. Однако мы ожидаем замедления активности эмитентов с рейтингами ниже «В1/В-» в дальнейшем ввиду ужесточения требований ЦБ к бумагам, включаемым в ломбардный список, и к кредитным рискам с позиции риск-менеджмента частных банков, что в свою очередь приведет к увеличению материальных премий на первичном рынке.

На наш взгляд, наиболее интересным кредитным риском из бумаг данной категории выступает **ТКС-банк**. На текущий момент эти бумаги торгуются с доходностью УТМ/УТР 11.00-12.50% на горизонте 0.5-2.5 года, предлагая щедрую премию выше 150-200 бп к эмитентам с аналогичными рейтингами. Мы считаем, что облигации ТКС-банка являются привлекательной альтернативой рискованным инвестициям до погашения.

ДИАГРАММА 13. ДОХОДНОСТЬ БАНКОВ С РЕЙТИНГАМИ УРОВНЯ «В3/В-»-«В1/В+» НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

## НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР: ОЧЕРЕДНОЙ ПОЗИТИВНЫЙ ГОД

- Сохранение высоких цен на нефть должно благоприятно отразиться на российских нефтяных компаниях в 2011 году.
- Ограниченные риски несут в себе изменения налогового законодательства и антимонопольные расследования.
- Спред кривой Газпрома к суверенной кривой чересчур узок, дальнейшего сужения не ждем.
- На рублевом рынке вероятно «подтягивание» бумаг второго эшелона к кривой Газпрома на фоне отсутствия идей в облигациях высококачественных эмитентов
- В 2011 году в секторе возможно появление более длинных рублевых бумаг.

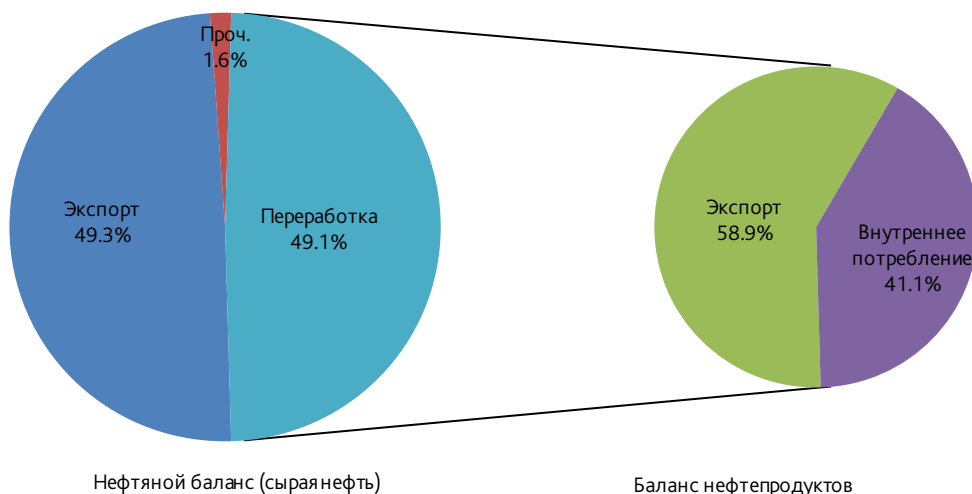
### ТЕНДЕНЦИИ В НЕФТЕГАЗОВОМ СЕКТОРЕ

Как мы уже подробно описали в разделе, посвященном глобальным рынкам, цены на сырье, в частности, нефть и газ, будут сохраняться на благоприятных для российских холдингов уровнях.

Помимо этого есть и темы, оказывающие если не критическое, то по крайней мере сдерживающее влияние на кредитоспособность российских нефтяных компаний. Речь о планируемом уже в скором времени коренном изменении налогового законодательства в части добычи нефти, а также антимонопольные дела против крупнейших «нефтяников», которые в последнее время набирают все большие обороты.

Для понимания тенденций в нефтяном секторе российской экономики полезно обратить внимание на структуру нефтяного баланса (см. Диаграмму 1). Четко видно, что экспорт как сырой нефти, так и готовых нефтепродуктов составляет существенную долю всей добытой нефти. Всего, по данным Росстата, за 9М 2010 года в России было добыто 334.8 млн. тонн нефти, из которых 165.1 млн. тонн (или 49.3% добытой нефти) было экспортировано в сыром виде, а 164.4 млн. тонн (49.1%) – переработано. Наконец, 58.9% всех нефтепродуктов, или 96.8 млн. тонн, было отправлено на экспорт.

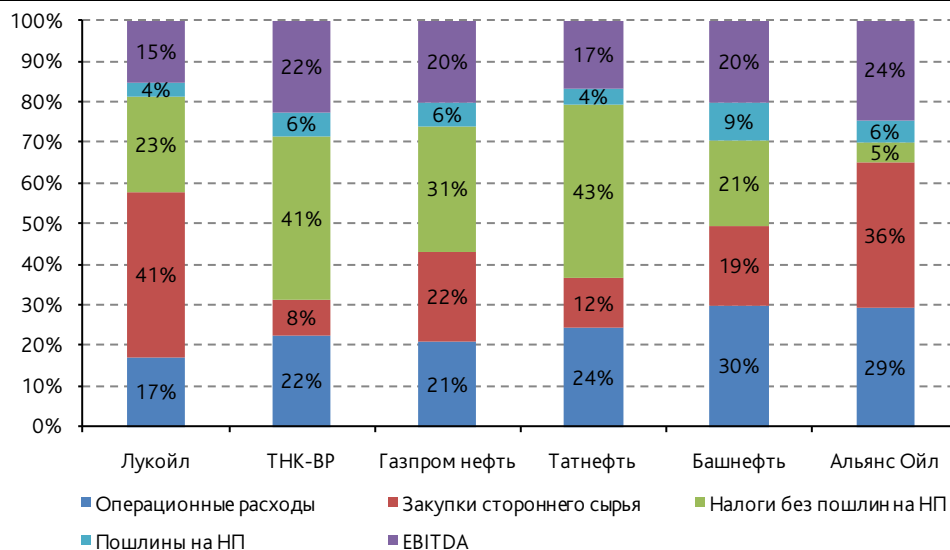
ДИАГРАММА 1. НЕФТЯНОЙ БАЛАНС РОССИИ ПО ИТОГАМ 9М 2010 ГОДА



Источник: Росстат

Структура производства, во многом ориентированная на экспорт, означает, что налоговое бремя для финансовых показателей нефтяных компаний весьма существенно. По нашим оценкам, в зависимости от расположения месторождений компании, а также структуры добычи/переработки, доля расходов на налоги у российских вертикально интегрированных нефтяных компаний (ВИНК) составляет около 40% всей выручки (с поправкой на уровень самостоятельной обеспеченности добываемой нефтью), при этом половину этой доли (то есть 20% выручки) составляют экспортные пошлины на нефть и нефтепродукты. Понятно, что даже небольшое изменение параметров должно сказаться на EBITDA рентабельности компаний, которая в среднем близка к тем же 20% от выручки.

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА РАСХОДОВ РОССИЙСКИХ ВИНК – ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИЙ, 9М 2010



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Наиболее вероятным нам видится следующий вариант изменения законодательства. Пошлины на сырую нефть будут снижены до 60% от средней цены на нефть (вместо нынешних 65%), а ставки на светлые и темные нефтепродукты – выровнены на уровне 66% (сейчас светлые продукты – продукты более глубокой переработки – облагаются 67% от ставки по сырой нефти, темные – 47%). Таким образом, государство хочет повысить привлекательность наращивания добычи, которая в последние годы падала в основном нефтедобывающем регионе страны – Западной Сибири. В то же время, по замыслу чиновников, повысится привлекательность более глубокой переработки нефтепродуктов, что принесет выгоды не только ВИНК, но и государству.

Кроме того, остро стоит проблема по льготному налогообложению новых месторождений, в частности, в Восточной Сибири. Добыча здесь зачастую оказывается нерентабельной в обычных условиях, а потому государство пытается придумать оптимальный вариант взимания налогов для добывающих компаний и государственного бюджета. Наиболее вероятный вариант сейчас – взимание прибыли на сверхдоходы при отмене налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ). Мы считаем, что на фоне активного стимулирования российским правительством профильных ведомств данная система будет введена уже в 2011 году.

В финансовом смысле влияние на отрасль должно быть не столь существенным. Однако влияние на разные компании будет отличаться – в зависимости от структуры бизнеса конкретной компании, а также структуры выпуска нефтепродуктов различными НПЗ компаний.

Мы отмечаем, что наибольшую выгоду от снижения пошлины на сырую нефть должны получить Татнефть и ТНК-ВР, доля выручки которых от экспорта сырой нефти самая значительная (73% и 47% соответственно), наименьшую – Альянс Ойл (9%). Выравнивание же пошлин на нефтепродукты будет выгоднее всего Башнефти, производство НПЗ которой заточено в основном под светлые нефтепродукты. Поскольку ставка на светлые продукты уже почти соответствует целевой (сейчас 67%, снизится до 66%), то негативное влияние сближения пошлин будет для подконтрольной АФК «Система» нефтяной компании минимальным. Для ТНК-ВР, Альянс Ойла и Татнефти такое изменение – самое неблагоприятное.

Еще одним негативным моментом для крупнейшей пятерки российских производителей (Роснефть, Лукойл, Сургутнефтегаз, ТНК-ВР, Газпром нефть) стали в начале 2011 года новые дела ФАС. Напомним, что в последние годы было уже две волны многомиллиардных исков. Однако тогда ВИНК удавалось отделаться незначительными по их меркам штрафами (около RUB1 млрд. на компанию). В этот раз, учитывая повторный характер разбирательств, а также вмешательство правительства, вероятность менее благоприятного для нефтяников исхода высока. Отметим, что цены на нефтепродукты рядом компаний уже были снижены.

В газовом секторе основные обсуждаемые вопросы несколько отличаются. Газпром продолжает бороться с покупателями в разных странах за более выгодные контракты, что ему удастся с переменным успехом. По-прежнему доля спотовых продаж, которые становятся все более выгодными по сравнению с 2009-2010 гг., в его выручке невелика, хотя тенденция все больше склоняется в их пользу. Так, в феврале 2011 года биржевые цены на газ превысили контрактные.

Крупнейший частный производитель газа после Газпрома – Новатэк – продолжает активно наращивать объемы бизнеса, в связи с чем рынок позитивно смотрит на компанию. Неплохая структура акционеров, сильные позиции – как в операционном, так и в финансовом смысле – помогают поддерживать крепкие кредитные метрики. В долгосрочной перспективе точкой роста для Новатэка является также проект по разработке Южно-Тамбейского месторождения на Ямале. По совокупности этих факторов мы позитивно оцениваем кредитное качество компании.

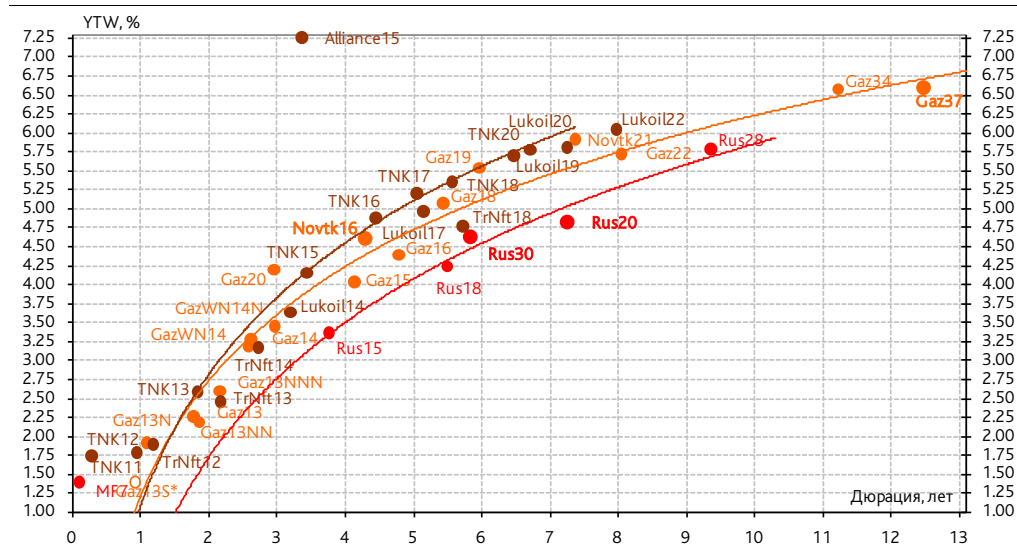
## ОБЛИГАЦИИ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА

Структуру облигационного рынка российских нефтегазовых эмитентов можно описать следующей краткой статистикой:

- Евробонды имеются у 6 российских эмитентов на общую сумму, эквивалентную USD45 млрд. При этом в долларах из них выпущено бумаг на USD34 млрд., в евро – на EUR7 млрд. и по одному выпуску в иенах (JPY30 млрд.) и в фунтах стерлингов (GBP800 млн.). Из совокупной суммы USD28 млрд. приходится на Газпром.
- В обращении на рублевом рынке присутствуют 10 эмитентов сектора с выпусками на RUB220 млрд. Наибольшие объемы приходятся на Газпром нефть (RUB68 млрд.), Лукойл (RUB49 млрд.), Башнефть (RUB45 млрд.) и Газпром (RUB25 млрд.), в сумме их доля рынка облигаций составляет 85%. Частым эмитентом на рынке в последнее время стала и нефтяная компания «Альянс Ойл», в совокупности выпустившая RUB13 млрд.

## ДИНАМИКА НА РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ

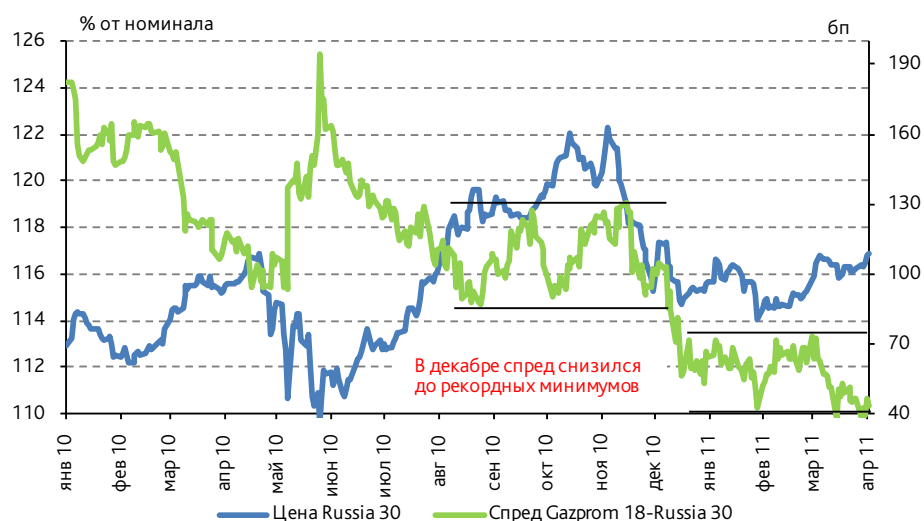
ДИАГРАММА 3. ЕВРООБЛИГАЦИИ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА



Источник: Bloomberg

На протяжении 2010 года сужение спредов облигаций первого эшелона к суверенной кривой продолжилось. Безусловно, ориентиром для всего нефтегазового сектора России можно считать кривую Газпрома. Проследим за ее поведением на примере спреда **Gazprom 18 – Russia 30** (см. Диаграмму 4). Значительную часть года корпоративный выпуск торговался с доходностью на 90-140 бп выше, чем суверенный. Однако в конце прошлого года спред сократился до рекордного значения и в 1К 2011 года устойчиво находился в диапазоне 40-70 бп. Схожая динамика наблюдается и при сравнении других выпусков Газпрома с суверенными.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА RUSSIA 30 И СПРЕДА GAZPROM 18 - RUSSIA 30



Источник: Bloomberg

По всей видимости, основная причина высокого спроса на выпуск Газпрома при меньшей активности в госбумагах – отсутствие других идей при дорогой нефти. Кроме того, первичный рынок в конце 2010 года практически замер. Так, за весь декабрь состоялось лишь одно успешное размещение – конвертируемые облигации Лукойла на USD1.5 млрд.

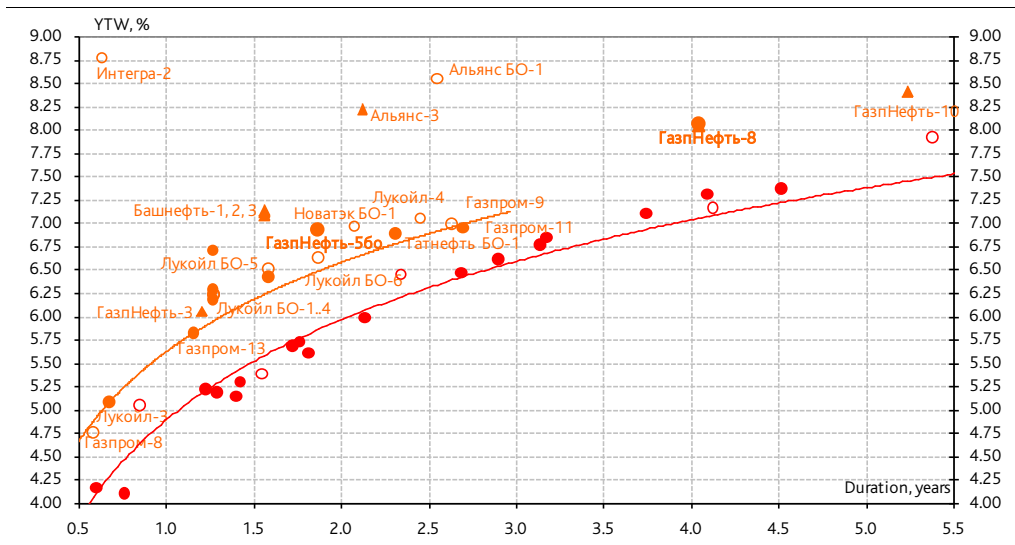
По нашему мнению, на дальнейшее сужение спредов между евробондами Газпрома и России рассчитывать не стоит. Соответственно, самостоятельный рост остальных бумаг также маловероятен. Наша рекомендация в секторе заключается в поиске расширяющихся спредов между отдельными выпусками. Последней такой идеей был длинный **Novatek 21**, разместившийся с премией к **Lukoil 20** около 60 бп, в то время как справедливая, на наш взгляд, разница не превышает 30 бп. В течение пары месяцев с начала торгов оба размещенных выпуска Новатэка (**Novatek 16** и **Novatek 21**) ушли под кривую Лукойла и ТНК-ВР.

Что касается ожидаемых размещений, то в нашем базовом варианте нефтегазовые компании вряд ли будут чересчур частыми эмитентами в 2011 году. У каждого здесь отдельная история, однако при высоких ценах на нефть им в основном удастся покрывать свои инвестпрограммы за счет операционных денежных потоков. Это, конечно, с оговоркой на возможные новые сделки M&A в отрасли.

Единственным исключением из всех компаний является Альянс Ойл. За свои небольшие размеры и значительные инвестиционные планы эмитента выпуск **Alliance Oil 15** сейчас оценивается с премией в 320-340 бп к эмитентам первого эшелона. Мы считаем, что кредитные риски компании не перекрывают ее достоинств, по крайней мере на ближайшие два года. Напомним, что в 2011-2012 планы Альянс Ойл амбициозны: нарастить добычу вдвое и завершить модернизацию Хабаровского НПЗ – единственного перерабатывающего актива. Вероятно, компании удастся этого достичь при благоприятных ценах на нефть, однако мы считаем, что инвесторы оценят это лишь в 2013 году, когда удастся начать реализовывать данные улучшения.

## ДИНАМИКА НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ДИАГРАММА 5. ЕВРООБЛИГАЦИИ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА



Источник: ММВБ

Если взглянуть на относительные доходности рублевых облигаций нефтегазовых компаний, то ситуация с узкими спредами еще очевидней, чем на евробондах. Спред в 40-50 бп выпусков Газпрома, Лукойла и уж тем более Новатэка к облигациям Минфина не соответствуют справедливой оценке компаний. Очевидно, что даже несмотря на стабильное положение кредитных показателей компаний, при столь несущественных различиях инвесторам гораздо разумнее было бы вложиться в бумаги государства. Ко всему – и ликвидность в них на порядок выше.

В снизившейся чувствительности рынка к кредитным рискам отдельных эмитентов мы рекомендуем следить за сильно выбивающимися из кривой бумагами. С начала 2011 года к «догоняющей» тенденции присоединились и выпуски Альянс Ойла. Их спред к кривой Газпрома сейчас составляет уже 150 бп – уровень, который еще в конце 2010 года наблюдался для бумаг гораздо более крепкой Башнефти. При отсутствии фундаментальной обоснованности такому положению вещей мы все-таки считаем, что инвесторы настолько хорошо относятся к сектору, что готовы игнорировать кредитные риски такого эмитента, как Альянс Ойл.

Отметим тот факт, что с размещением Газпром нефтью длинных бумаг (5 и 7 лет до оферты/погашения) российским нефтяникам может открыться путь к размещению более длинных выпусков. Вполне вероятно, что такие компании, как Газпром и Лукойл могут заинтересоваться размещением 5-7-летних облигаций. Возможно размещение и новых выпусков Альянс Ойла (помимо уже размещенного в феврале 2011 НК Альянс БО-1) – особенно учитывая увеличившуюся потребность в инвестициях при ограниченных возможностях привлекать средства на зарубежных площадках.

## ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА: ОСНОВНЫЕ РИСКИ – В ИЗМЕНЕНИИ «ПРАВИЛ ИГРЫ»

- Стремление правительства ограничить рост конечных тарифов для потребителей увеличило неопределенность с перспективами рыночных основ в отрасли
- Риски негативных регуляторных шагов правительства как для генерирующих, так и для сетевых компаний значительно выросли
- Разнообразие заемщиков и объемы заимствований на публичном долговом рынке в отрасли остаются невысокими, однако необходимость инвестиций в обновление старых и строительство новых мощностей останутся основным драйвером увеличения предложения нового долга
- Полный переход на долгосрочные принципы тарифообразования и введение RAB позитивно скажется на кредитном качестве сетевых компаний, однако вероятность изменения «правил игры» будет оказывать негативное давление на цену нового долга для эмитентов.

### ГЕНЕРИРУЮЩИЕ КОМПАНИИ

Для генерирующих компаний 2010 г был благоприятным, что во многом было связано как с экстремальными погодными условиями в европейской части России, так и с либерализацией рынка электроэнергии, которая в прошедшем году достигла 80%. Благодаря этим факторам среднегодовые цены на свободном рынке электроэнергии выросли на 30% по сравнению с 2009 г. Текущий год обещает стать для генераторов не менее удачным: уровень либерализации с начала 2011 г. достиг 100%, существенного прироста мощностей в ближайший год не ожидается, а спрос на электроэнергию при сохранении экономического роста будет оставаться высоким. Все эти факторы совокупно должны привести и к росту цен на свободном рынке электроэнергии, что должно позитивно сказаться на операционных показателях генерирующих компаний отрасли.

Основной проблемой электроэнергетической отрасли в ближайшие годы будет оставаться необходимость в обновлении оборудования, причем это касается и генерирующих, и распределительных компаний. Поэтому объемы капитальных затрат у всех компаний отрасли в ближайшем будущем не будут снижаться. Стоит отметить, что для большинства компаний электроэнергетической отрасли, в особенности компаний с государственным участием, основным источником финансирования инвестиционных программ по увеличению мощностей является рынок акционерного капитала.

Во время проведения реформы энергетики генерирующие компании приняли на себя обязательства по вводу новых мощностей. Это останется одним из факторов сохранения высоких объемов затрат на инвестиционные программы генерирующих компаний. Согласно плану, ввод новых мощностей частично должен был финансироваться через долгосрочный рынок мощности, а именно посредством механизма ДПМ (договоров на поставку мощности).

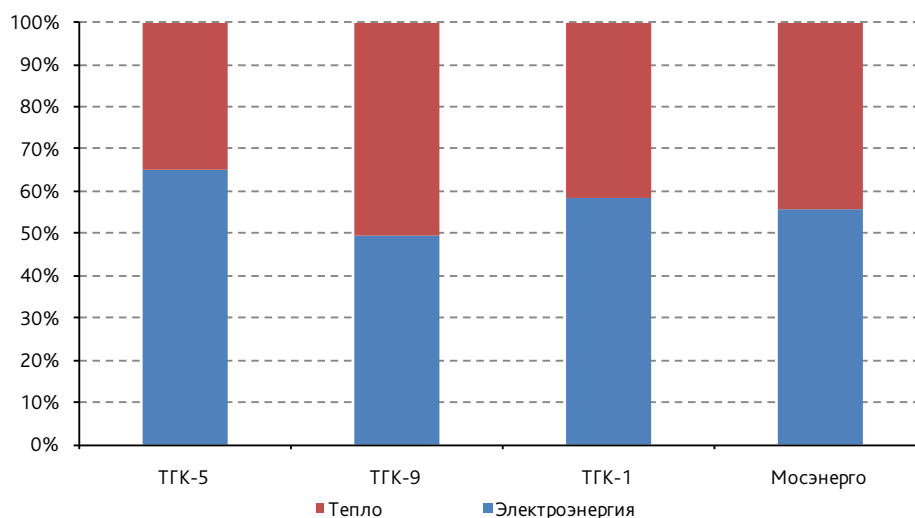
Формально, с начала этого года либерализация рынка мощности должна была достигнуть 100%, т.е. мощность с начала этого года должна продаваться по рыночным принципам. Эти принципы подразумевают маргинальное ценообразование, от которого наибольшие преимущества получают эффективные генераторы, а самые неэффективные компании должны со временем вовсе уйти с рынка, так как по правилам их мощность оплачиваться не будет. Однако в результате первого КОМ (конкурентного отбора мощности) сложилась совершенно нерыночная ситуация: цена мощности для 54% компаний была установлена на уровне price cap, лишь 26% компаний будут работать по конкурентным принципам, оставшиеся неэффективные компании были переведены в статус «вынужденных» генераторов с тарифными принципами установления цен на мощность. Таким образом, 76% рынка мощности в том или ином виде регулируется государством, что снижает прогнозируемость финансового состояния как генерирующих компаний, так и всей отрасли в целом.

Более того, новый принцип конкурентного отбора мощности, вступивший в силу только в январе текущего года, уже предлагается кардинально изменить. Главное изменение, которое предполагается ввести, это отказ от ценовых заявок. По новым правилам, продавцы и покупатели будут предоставлять заявки, содержащие только объемы их предложения и спроса. Цена же будет определяться не по маргинальному принципу, а на основе свободных договоров, заключаемых непосредственно между производителями и потребителями.

Учитывая невысокий фактический уровень либерализации рынков электроэнергии и мощности, мы ожидаем, что кредитное качество большинства генерирующих компаний в 2011 г. не изменится в положительную сторону. Наиболее уязвимыми останутся ТГК, так как большая доля их выручки будет зависеть от регулируемых государством тарифов.

Первые шаги по переводу тепловых сетей на долгосрочные принципы тарифообразования были предприняты в 3 компаниях отрасли: во «Владимирских коммунальных системах», входящих в состав местной муниципальной компании, в «Орловской теплосетевой компании» (дочерней компании ТГК-4) и в «Свердловской теплоснабжающей компании», принадлежащей ТГК-9. RAB-тарифообразование для тепловых сетей теоретически может стать основным источником улучшения кредитного качества ТГК, однако незначительный опыт использования данного принципа не позволит реализовать этот потенциал в ближайшем будущем. Немаловажным фактом остается и высокая неопределенность относительно перспектив реформы электроэнергетической отрасли, что выражается в стремлении государства к более жесткому тарифному регулированию отрасли, отказу от либерализации, а также в корректировке долгосрочных тарифов с целью сдерживания инфляции.

ДИАГРАММА 1. СРЕДНЕГОДОВАЯ СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ НЕКОТОРЫХ ТГК



Источник: данные компаний, расчеты НБ «Траст»

В энергетической отрасли неопределенность сохраняется на очень высоком уровне, как следствие сопряженные с этим риски не позволяют долговым инвесторам рассматривать текущее финансовое состояние компаний как надежную гарантию сохранности инвестиций. Поэтому в глазах инвесторов едва ли не ключевым фактором оценки кредитного качества эмитентов энергетической отрасли является стабильность акционерного капитала, крупный и финансово устойчивый акционер, который сможет помочь компании в случае негативных событий на рынках электроэнергии и мощности.

ТАБЛИЦА 1. ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ ГЕН. КОМПАНИЙ-ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИЙ

	Главный акционер	Выручка, RUB млрд.	Наивысший рейтинг
ОГК-5	Enel (56.4%)	43.5*	Ba3
ОГК-6	Центрэнергохолдинг (50.3%)	41.9*	
РусГидро	Росимущество (58.1%)	115.6*	BB+
ТГК-1	Газпром энергохолдинг (51.8%)	41.3*	
ТГК-2	Группа "Синтез" (51%)	25.9*	B
Мосэнерго	Газпром энергохолдинг (53.5%)	112.6*	BB-
ТГК-4	ОНЭКСИМ (49.9%)	31.6*	
ТГК-5	КЭС-Холдинг	17.5	
ТГК-6	КЭС-Холдинг	21.7	
ТГК-9	КЭС-Холдинг	40.8	
ЯкутскЭнерго	РАО ЭС Востока (47.4%)	15.8*	BB

\* Согласно отчетности по МСФО за 2009 г., в остальных случаях РСБУ

Источники: данные компаний

Стоит также отметить, что в скором времени на облигационном рынке появится еще один крупный эмитент, бумаги которого могут стать полноценными «голубыми фишками». В начале марта Интер РАО объявило о планах выхода на публичный долговой рынок с совокупным предложением в RUB100 млрд. На наш взгляд, компания дебютирует на долговом рынке после завершения консолидации активов. В середине марта текущего года ФАС уже удовлетворила все ходатайства Интер РАО по приобретению энергетических активов, поэтому до конца весны можно ожидать окончания процесса реорганизации этой компании за счет обмена собственных акций на акции приобретаемых активов. В результате Интер РАО станет крупнейшим по объему установленных мощностей генератором электроэнергии (совокупная установленная мощность с учетом зарубежных активов составит около 48ГВт).

#### СЕТЕВЫЕ КОМПАНИИ

В отличие от генерирующих компаний представители этого сегмента электроэнергетической отрасли остаются под непосредственным контролем государства: более 50% акционерного капитала (75% для ФСК) принадлежит Российской Федерации в лице Росимущества. Кроме того, магистральные и распределительные сети, являясь естественными монополиями, также остаются объектом жесткого тарифного регулирования со стороны ФСТ. Однако с начала 2011 г. все электросетевые компании перешли на долгосрочные принципы тарифообразования, что теоретически должно позитивно сказаться на предсказуемости их денежных потоков, и, как следствие, увеличить их инвестиционную привлекательность.

Наиболее привлекательным для компаний отрасли является принцип тарифообразования на основе доходности инвестированного капитала (RAB), именно с его введением связывается резкий скачок инвестиций в отрасль, которые позволят обновить оборудование сетевого хозяйства, изношенное уже более чем на 60%.

Напомним, что сетевые компании, перешедшие на RAB-тарифообразование и привлекающие долг на инвестиционную программу, становятся крайне привлекательными заемщиками как для банков, так и для публичных кредиторов. Ключевой фактор поддержки их кредитного качества – стабильность и предсказуемость денежных потоков, которые заведомо покрывают объем запланированной инвестиционной программы. Возврат инвестированного капитала дает гарантию того, что весь объем привлеченного долгового финансирования будет возвращен максимум за 35 лет.

При всей привлекательности тарифообразования по методу RAB не все сетевые компании России перешли на него. В настоящее время полностью перешли на RAB-тарифообразование ФСК и около 85% компаний МРСК Холдинга.

ТАБЛИЦА 2. СЕТЕВЫЕ КОМПАНИИ, ИСПОЛЬЗУЮЩИЕ RAB-ТАРИФООБРАЗОВАНИЕ

Компания	Начальная база капитала на 1.01.2011, RUB млрд.	Продолжительность долгосрочного регулирования, лет
ФСК ЕЭС	648	5
МОЭСК	184	5
Ленэнерго	80	5
МРСК Центра	119	5
МРСК Центра и Приволжья	87	5
МРСК Волги	79	5
МРСК Урала	66	5

Источник: данные компаний

Часть дочерних компаний МРСК холдинга с 1 января текущего года полностью не перешла на RAB: некоторые региональные компании будут использовать метод долгосрочного индексирования, который во многом похож на ранее используемый принцип «Затраты+». Он учитывает текущие операционные затраты, амортизацию и объем инвестиционной программы с учетом доходности на новый инвестированный капитал. Однако уровень операционных затрат устанавливается не на год, а на более длительный срок, и затем индексируется на величины официальной инфляции. Наибольшая доля индексирования приходится на МРСК Северо-запада, где лишь 3 из 7 региональных компаний с 1.01.2011 используют RAB.

ТАБЛИЦА 3. СЕТЕВЫЕ КОМПАНИИ, ИСПОЛЬЗУЮЩИЕ ИНДЕКСНЫЙ МЕТОД ТАРИФООБРАЗОВАНИЯ

Компания	Доля компаний с тарифами, рассчитываемыми по индексному методу	Продолжительность долгосрочного регулирования, лет
МРСК Северо-запада	4 из 7	3
МРСК Юга	2 из 5	3
МРСК Сибири	2 из 7	3
МРСК Северного Кавказа	1 из 7	3

Источник: данные компаний

Благодаря переходу на долгосрочные принципы тарифообразования и сохраняющимся высоким потребностям в инвестициях электросетевые компании будут активно прибегать к долговому финансированию своей деятельности. Поэтому даже в условиях повышенной неопределенности и высоких рисков вмешательства государства в основные принципы функционирования отрасли распределительные компании в ближайший год могут предложить инвесторам значительный объем новых выпусков рублевых облигаций.

### ОСНОВНЫЕ РИСКИ ОТРАСЛИ

Риски неожиданного и негативного изменения «правил игры» компаний электроэнергетической отрасли будут, на наш взгляд, в ближайший год главным негативным фактором, который может помешать им привлекать долговое финансирование под привлекательные ставки. Стремление Правительства РФ сдержать рост тарифов для конечных потребителей ранее запланированным уровнем в 15% выльется, по всей видимости, в «ручное регулирование» тарифов как непосредственно для контролируемых государством сетевых, так и для генерирующих компаний.

Операционные показатели генерирующих компаний в случае введения ограничений на рынке электроэнергии и внесения изменений в рынок мощности с большой вероятностью продемонстрируют более скромный рост в 2011 г. по сравнению с предыдущим годом. Кроме того, постепенная либерализация внутренних цен на газ в таких условиях неизбежно приведет к сужению топливных спредов, что опять же негативно скажется на операционных показателях генерирующих компаний.

Сетевые компании, выручка которых полностью регулируется государством, будут первыми, кого коснется «ручное» вмешательство в тарифы. При ограничении тарифов или принудительном усилении «сглаживания» на ближайшие годы распределительные компании никак не смогут компенсировать потери в выручке. Как следствие, им придется либо сократить инвестиционную программу и пересмотреть долгосрочные тарифы, исходя из новых цифр, либо увеличить объем заимствований. Этот факт приобретает еще более негативный оттенок потому, что попытка изменить долгосрочные тарифы подрывает основной принцип их функционирования – прогнозируемость денежных потоков компаний на несколько лет вперед.

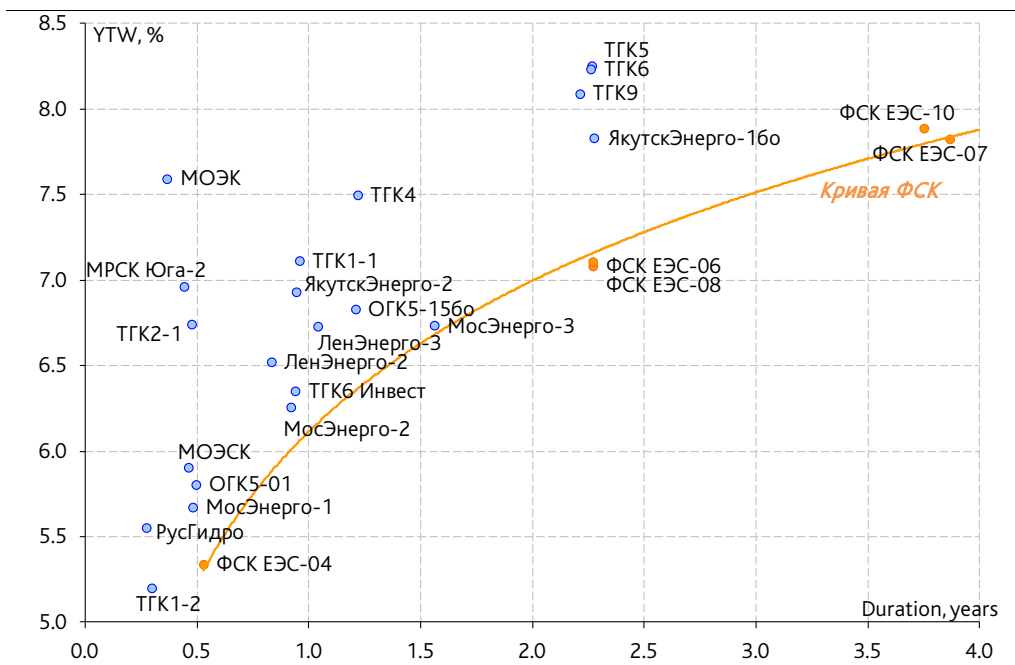
**ОБЛИГАЦИИ КОМПАНИЙ ЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО СЕКТОРА**

При относительном разнообразии и многочисленности долговых инструментов в секторе электроэнергетики ликвидностью большинство из них похвастаться не может. Наилучшей ликвидностью среди бумаг отрасли отличаются бонды ФСК. Кривая, формируемая облигациями этого эмитента, предлагает премию в размере около 50-70 бп к кривой ОФЗ в зависимости от срока, что с точки зрения рейтингов и кредитного качества выглядит справедливым уровнем. Кривая ФСК выступает полноценным ориентиром в первую очередь для всех электросетевых компаний благодаря совокупному объему публичного долга, высокой ликвидности, а также потенциально большому предложению новых облигаций (компания планирует привлечь на долговом рынке около RUB180 млрд. в ближайшие 3 года). Текущие уровни доходности для более-менее ликвидных облигаций распределителей (Ленэнерго, МОЭСК, МРСК Юга) выглядят, на наш взгляд, справедливо, а малая дюрация этих выпусков не позволяет реализовать спекулятивные стратегии.

Единственной интересной инвестиционной идеей в секторе нам кажутся бумаги Якутскэнерго, которые предлагают премию в 100-110 бп к инструментам Мосэнерго при сопоставимых кредитных рейтингах уровня double-B. На наш взгляд, различие в масштабах бизнеса этих компаний должно выливаться в спред на уровне всего 30-40 бп, поэтому длинные бонды Якутскэнерго могут в среднесрочной перспективе продемонстрировать привлекательный курсовой рост.

Бумаги ТГК, входящих в КЭС-Холдинг (ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9), хотя и предлагают в абсолютных величинах самую привлекательную доходность - слишком, по нашему мнению, дороги и не соответствуют кредитным рискам эмитентов, которые, к слову, могут многократно возрасти при реализации сценария активного вмешательства государства в рынок электроэнергетики и мощности.

ДИАГРАММА 2. СРАВНЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ КОМПАНИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ



Источник: данные компаний, расчеты НБ «ТРАСТ»

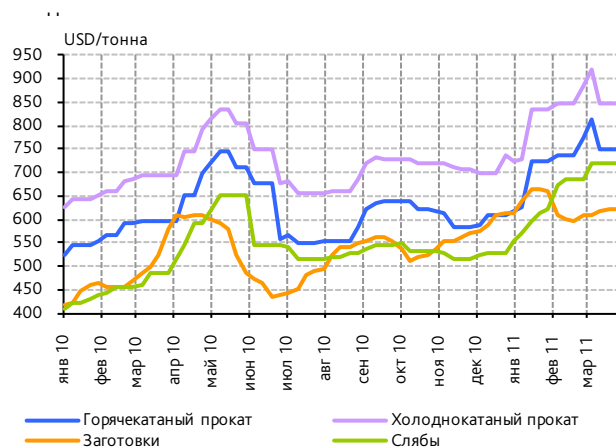
## МЕТАЛЛУРГИЯ И ГОРНОДОБЫЧА: ШОКИ ЗА РУБЕЖОМ – НАМ НА РУКУ

- 2010 год был для глобального металлургического сектора благоприятным, 2011 год обещает продолжение данной тенденции; резкий рост цен на сырье – одна из причин ожидаемого нами позитива для сектора.
- Риски отрасли – возможное искусственное ограничение резкого роста цен на внутреннем рынке со стороны государства.
- Облигации металлургических компаний в течение года пользовались **большим**, чем в прочих секторах, спросом инвесторов. Продолжения такой динамики мы не ожидаем, бумаги в целом уже оценены высоко.
- Из отдельных торговых идей в бумагах сектора мы выделяем рублевые выпуски Евраз и Русала.

2010 год был, безусловно, гораздо более благоприятным для глобальной металлургической отрасли, чем 2009. Основные мировые экономики восстанавливались в своем развитии, хотя и постепенно. Большинство потребителей стальной продукции по всему миру продолжили наращивать запасы (процесс, начатый во 2П 2009). К тому же цены на основные сырьевые товары (уголь, руда, лом) постоянно росли, что позволило металлургам перезаключать контракты на более выгодных для себя условиях. Все эти факторы привели к резкому удорожанию различных видов стальной продукции в 1П 2010 года (см. Диаграмму 1). В 3К 2010 произошла коррекция цен, которая в конце года сменилась ровной динамикой.

Начало 2011 года принесло всему сектору существенный толчок к росту. Беспрецедентное наводнение в Австралии, а также возросший спрос со стороны покупателей с Ближнего Востока, взвинтили цены сначала на уголь и полуфабрикаты, а впоследствии и на прокат – до максимальных с октября 2008 года уровней. Статистика демонстрирует рост цен на прокат на 20% в 1К 2011 к предыдущему кварталу. По нашим прогнозам, цены в ближайшие месяцы будут сохраняться на высоких уровнях: несмотря на политическую нестабильность в странах Ближнего Востока, сезонная активность поддержит экспортные котировки стальной продукции.

ДИАГРАММА 1. ЦЕНЫ НА СТАЛЬНУЮ ПРОДУКЦИЮ, 2010-2011



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. КРУПНЕЙШИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ В МИРЕ, 2009

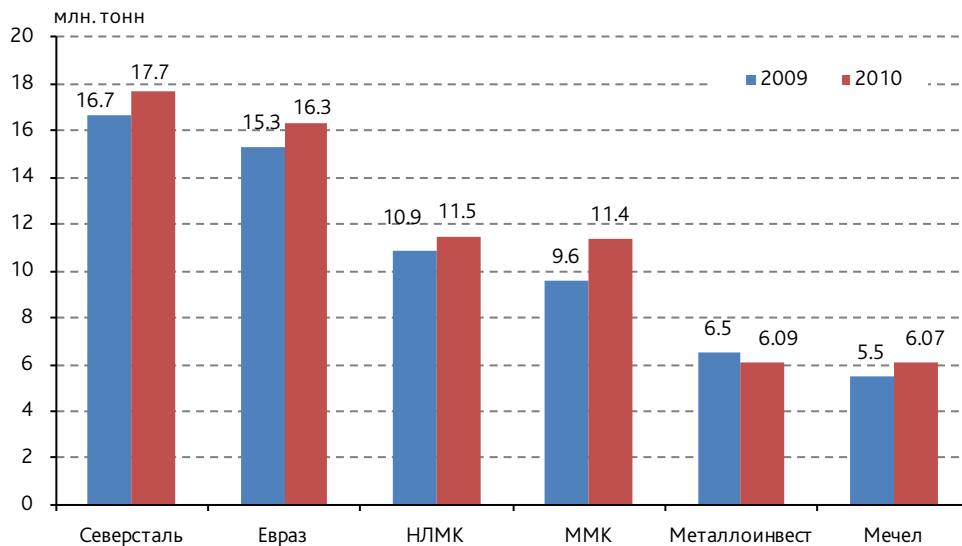
Место	Компания	Произведено стали, млн. т
1	ArcelorMittal	77.5
2	Baosteel	31.3
3	POSCO	31.1
4	Nippon Steel	26.5
5	JFE	25.8
6	Jiangsu Shagang	20.5
7	Tata Steel	20.5
8	Ansteel	20.1
9	Северсталь	16.7
10	Евраз	15.3
21	НЛМК	10.9
23	ММК	9.6
28	Метинвест (Украина)	7.4
31	Металлоинвест	6.5

Источник: World Steel Association

Российским сталелитейным компаниям удастся пользоваться благоприятной конъюнктурой во многом за счет характерной для большинства из них вертикальной интеграции. Помимо непосредственного переноса роста цен на сырье вверх по производственной цепочке, отечественные металлургические холдинги могут выиграть также за счет новых контрактов на уголь и железную руду. На наш взгляд, дефицит сырья для производства стали будет «на руку» российским металлургическим компаниям за счет географической близости к потребителям из Китая и Японии. В этом же контексте можно вспомнить и о помощи, которую российские производители окажут стране восходящего солнца в восстановлении после землетрясения.

Внутренний российский рынок также сохранит позитивные тенденции в 2011 году. По данным Всемирной Стальной Ассоциации (WSA), в 2010 году в России было произведено на 12% стали больше, чем в 2009 (67 млн. тонн против 60 млн. тонн). Прирост оказался ниже, чем в среднем по мировой стальной отрасли: так, общий выпуск 66 странами-членами ассоциации составил 1.4 млрд. тонн, что на 15% больше, чем в 2009 году. Мы считаем, что в 2011 году Россия будет отыгрывать это отставание.

ДИАГРАММА 3. ВЫПУСК СТАЛИ КРУПНЕЙШИМИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ



Источник: данные компаний

Потенциал по росту выпуска стали при этом кроется как в нефтегазовой и автостроительной отраслях, так и в инфраструктурных проектах. Фактически, эти отрасли – крупнейшие потребители стали, и в каждой из них есть точки роста. Транснефть и Газпром продолжают строить масштабные трубопроводы: ВСТО-2, Северный поток, Бованенково-Ухта и прочие. Так, крупнейший поставщик труб для нефтегазовых проектов – ТМК – нарастил продажи труб на 40% за 2010 год и ожидает роста еще на 7% по итогам 2011. В автостроительном секторе программа утилизации старых автомобилей продлена до 3К 2011. Основную выгоду от нее получает АвтоВАЗ, потребляющий прокат российских металлургов. Кроме того, не стоит забывать и предстоящие события – саммит АТЭС во Владивостоке, сочинскую Олимпиаду и Чемпионат Мира по футболу 2018 года.

К числу рисков отрасли мы относим возможные ограничения роста внутренних цен на стальную продукцию. Пока металлургам удавалось иметь более сильную переговорную позицию с потребителями стали в вопросе цены. Однако в последнее время регулирующие ведомства стали обращать более пристальное внимание на деятельность компаний. Мы считаем, что возможность заведения ФАС новых дел в отношении металлургических холдингов, а также введения экспортных пошлин ограничит рост внутренних цен на стальную продукцию в будущем. Впрочем, в последние месяцы разговоры о подобных мерах стали утихать.

При прочих равных, мы отдаем предпочтение кредитному качеству тех российских компаний металлургического сектора, которые ориентированы на внутренний рынок. Прибыль, которую производители получают за свою продукцию на российском рынке, традиционно превосходит экспортную на USD150-200 за тонну (по данным ММК, USD190 за тонну по итогам 2010 г.).

## ОБЛИГАЦИИ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОГО И ГОРНОДОБЫВАЮЩЕГО СЕКТОРОВ

Общая статистика по металлургическим и горнодобывающим компаниям в разрезе облигационного рынка такова:

- Среди евробондов российских эмитентов сектор металлургии и горной добычи занимает второе место по капитализации после нефтегазового: 6 эмитентов в совокупности заняли на рынке USD10 млрд., из которых две трети приходится на выпуски Северстали (включая дочернюю Северсталь Коламбус) и Евраз. Кроме того, на рынке обращаются евробонды таких компаний, как Алроса, Распадская и ТМК.
- На рублевом рынке присутствуют 24 эмитента с выпусками на RUB285 млрд., из них на 12 основных имен приходится RUB255 млрд. или почти 90% рынка по номиналу – фактически это покрывает все выпуски со стабильным среднедневным оборотом выше RUB10 млн. Помимо компаний, у которых есть евробонды, на локальном рынке представлены такие эмитенты, как Норникель, НЛМК, ММК, Мечел, ЧТПЗ, СУЭК, Кокс и РМК.

## ДИНАМИКА НА РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ

В последние полгода металлургический и горнодобывающий сектора оказались в довольно выгодном положении на долговых рынках. Приведем конкретные примеры. За последние полгода длинные выпуски Газпрома потеряли в стоимости около 2 п.п., в то время как **Evrax 18** прибавил 5.5 п.п. При практически нейтральной динамике евробондов крупнейших нефтегазовых компаний с начала 2011 года выпуски эмитентов металлургического сектора выросли на 1-2 п.п., а отдельные и на 3 п.п.

В 2006-2008 гг. (до кризиса) спред между бумагами Северстали и Газпрома составлял порядка 140-170 бп, то есть фактически соответствовал разнице в кредитных рейтингах в три степени (по 50 бп за степень). В связи с этим нынешняя ситуация, когда при разнице в 4 степени бумаги Северстали предлагают лишь 110-140 бп премии, объясняется, на наш взгляд, не фундаментальными факторами (среди которых мы можем назвать лишь более мягкое налоговое регулирование для металлургов и в краткосрочном периоде природные катаклизмы по всей планете), а скорее техническими.

Назовем два таких нефундаментальных фактора, которые, на наш взгляд, объясняют «переоцененность» металлургического сектора по сравнению с нефтегазовым. Во-первых, металлургия – гораздо более подвержена циклам в глобальной экономике, и если принять конец 2008-начало 2009 года за «дно», то можно сказать что сейчас мы находимся в самой активной фазе роста. Таким образом, обгоняющий рост компенсирует более быстрое падение. Во-вторых, на фоне стабилизации ситуации в первом эшелоне ко 2П 2010, инвесторы начали искать более привлекательные доходности в крепком втором. Так как за это полугодие Северсталь, Евраз и Алроса довольно успешно доказали, что они входят именно в КРЕПКИЙ второй эшелон, их бумаги оказались главными бенефициарами высокого спроса на качественный риск за пределами первого эшелона.

Мы не ждем продолжения опережающей динамики бумаг всего металлургического и горнодобывающего секторов по сравнению с нефтегазовым, и рекомендуем следить за первичными размещениями, а также за отдельными кредитными историями, среди которых выделим ТМК и Метинвест.

## ТМК

Мы считаем, что кредитное качество ТМК объективно слабее, чем у Евраз – компании с теми же рейтингами. Концентрация только на одном продукте (трубы), большая долговая нагрузка, более слабая позиция ликвидности, отрицательные свободные денежные потоки – все это сравнительные недостатки ТМК по сравнению с Евразом. Однако мы бы хотели отметить наличие средств (с учетом недавно занятых на рынке) на погашения до конца 2011 года, возможности дальнейшего снижения долговой нагрузки (до 3.5x к концу 2011 г., по нашим оценкам), а также поддержку госбанков в рефинансировании долгов. В случае подтверждения этих фактов в 2011 году мы ожидаем улучшения оценки компании рейтинговыми агентствами.

Исходя из всего вышеперечисленного, мы видим справедливый спред **ТМК 18 – Evraz 18** на уровне приблизительно в 30 бп к концу 2011 года против нынешних 80 бп.

## МЕТИНВЕСТ

Дебютный еврооблигационный выпуск **Metinvest 15** крупнейшего украинского металлургического холдинга продемонстрировал хорошую динамику с момента своего выпуска в июле 2010 года. Рост составил 10 п.п. по цене, что превысило соответствующие цифры по всем российским нефтегазовым и металлургическим компаниям (за исключением более длинного **Evraz 18**).

Премия по выпущенному в 2011 году выпуску **Metinvest 18** соответствовала тому, что наблюдалось на рынке для более короткой бумаги. Как мы и предполагали, редкий риск для эмитентов стран СНГ со столь большой дюрацией привлек внимание инвесторов. Это подняло котировки как самого выпуска на 470 бп (при размещении по 98.7% от номинала), так и евробонда **Metinvest 15**. В текущих условиях мы считаем, что торговая идея «покупать Метинвест» уже отыграна: спред к кривой Украины уже достиг целевого значения в 130 бп. Такой уровень характерен, скажем, для квазигосударственного Укрэксимбанка. Подчеркнем, что страновой потолок ограничивает рост бумаги: спред к выпуску **ТМК 18** составляет около 60 бп при существенно лучшем кредитном качестве украинской компании.

## АЛРОСА

Отдельно нам хотелось бы остановиться на необычном поведении выпуска **Alrosa 20**. С момента размещения в конце октября 2010 его котировки выросли на 7 п.п. – выше, чем любой другой евробонд металлургов за этот же период. Размещаясь с премией в 30 бп к **Evraz 18**, выпуск опустился не только под кривую Евраз и Северстали, но и приблизился к кривой МТС.

Мы считаем, что динамика «лучше рынка» объясняется двумя факторами. Во-первых, государство продолжает оказывать всестороннюю поддержку монополии как в операционном (выкуп алмазов Гохраном), так и в финансовом смысле (средства для рефинансирования от ВТБ). Во-вторых, инвесторы окончательно поверили в восстановление кредитного профиля Алросы на основании выпущенной во 2П 2010 году сильной отчетности и полного рефинансирования краткосрочного долга.

Мы считаем, что сейчас потенциал роста у бумаг Алросы уже полностью исчерпан, и даже в большей степени, чем мы ожидали. Тот факт, что инвесторы обратили внимание на резко улучшившееся фундаментально кредитное качество Алросы, – хороший повод обратить внимание на другой выпуск с аналогичной судьбой – **ТМК 18**. Сходство налицо: щедрая премия при размещении, высокая долговая нагрузка сейчас и потенциал улучшения кредитного качества ТМК в течение ближайшего года (см. выше).

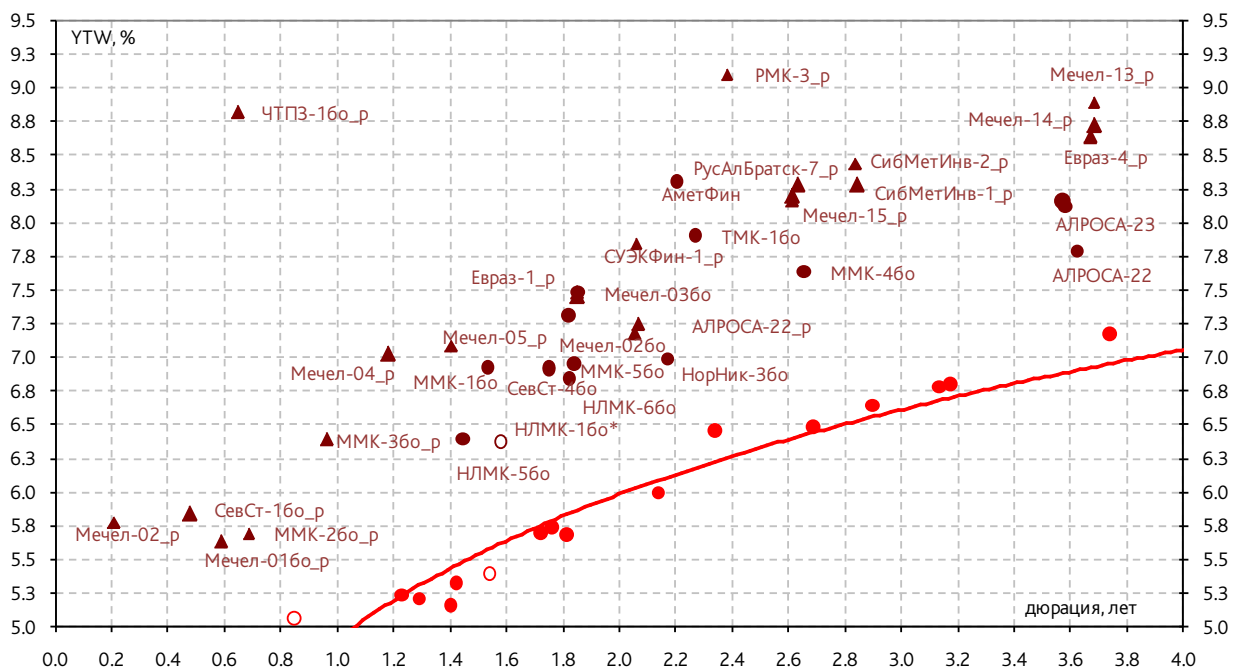
## ДИНАМИКА НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Чрезмерное и фундаментально необоснованное сужение спредов между первым и вторым эшелонами на рынке рублевых облигаций доминирует на рынке на протяжении уже как минимум полугода. Ситуация, при которой бонды эмитентов второго эшелона предлагают минимальную премию к бумагам первого, на наш взгляд, не поддается логичному объяснению. Безусловно, чрезмерные объемы ликвидности на российском рынке и поиск бумаг с приемлемым кредитным качеством, дающих хоть какую-нибудь премию к кривой Газпрома, заставили инвесторов забыть обо всяких различиях в кредитном качестве компаний. Однако в условиях, когда на снижение ставок рассчитывать не приходится, мы не видим перспектив роста облигаций выше рыночных у металлургического и горнодобывающего секторов.

В связи с этим мы рекомендуем концентрироваться на отдельных кредитных историях внутри сектора. Среди эмитентов, которых можно отнести ко второму эшелону (Русал, ММК, Северсталь, Алроса, Евраз, Мечел, ТМК, СУЭК), интересной идеей на покупку остаются бумаги Евраза, торгующиеся на одном уровне с бондами Мечела. На наш взгляд, бонды Мечела гораздо менее привлекательны с точки зрения рисков. Хотя тут, насколько мы понимаем, существенную роль играет такой фактор, как наличие сильных маркет-мейкеров для бумаг Мечела в лице госбанков.

В марте 2011 года был размещен выпуск **Русал Братск-7**, который, на наш взгляд, также может быть интересен. Сейчас он торгуется на одном уровне с бумагами Евраза и Мечела, однако алюминиевая компания имеет ряд существенных преимуществ, которые перекрывают такой недостаток, как высокая долговая нагрузка. Из имеющихся сильных сторон Русала можно выделить высокую, за счет дешевой электроэнергии, эффективность бизнеса. Наличие жестких ограничений в банковском соглашении о реструктуризации также сдерживает увеличение инвестиционной программы и совокупного долга. Мы считаем, что в перспективе 1-2 лет бумаги Русала смогут воспользоваться улучшением кредитного профиля компании и приблизиться по доходности к другим представителям второго эшелона металлургического сектора.

ДИАГРАММА 4. ОБЛИГАЦИИ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОГО И ГОРНОДОБЫВАЮЩЕГО СЕКТОРОВ



Источник: ММВБ

## ОТДЕЛЬНЫЕ КРЕДИТНЫЕ ИСТОРИИ

Третий эшелон представлен тремя более-менее ликвидными выпусками: РМК-3, ЧТПЗ БО-1 и Кокс-2.

### ГРУППА «КОКС»

Котировки бумаг этого эмитента чересчур завышены рынком. Ликвидность в них появилась лишь после объявления о скором проведении IPO в Лондоне в начале января. В феврале размещение было отменено, однако появление хоть какого-то новостного фона вокруг компании, а также возможное в дальнейшем раскрытие информации перед инвесторами и размещение новых выпусков облигаций могут повлечь за собой более адекватную оценку группы рынком. Под адекватной оценкой мы понимаем порядка 100 бп премии к кривой Мечела, в то время как текущие котировки на продажу ее не подразумевают.

### ЧТПЗ

Мы не считаем интересным биржевой выпуск ЧТПЗ. Бумага могла бы быть спекулятивно интересной в случае успешного размещения акций компании на бирже, так как вырученные средства позволили бы рефинансировать существенную часть краткосрочного долга и снизить зависимость от госбанков. Однако отмена IPO в первой половине февраля не помогла реализовать даже эту идею в бумаге.

В целом мы считаем, что оферта по выпуску будет пройдена в декабре 2011 года за счет предоставленных кредитов от банков, как это было в предыдущие разы. А тот факт, что бумага торгуется близко к 105% от номинала, вряд ли позволяет надеяться на рост выше рынка при проблемном самостоятельном кредитном качестве.

### РМК

В качестве интересной торговой идеи среди бумаг третьего эшелона мы бы хотели выделить облигации Русской Медной Компании (РМК-3). Ее кредитные риски примерно такие же, как у ЧТПЗ – зависимость от банковского рефинансирования и пока еще умеренно высокая долговая нагрузка. Однако они компенсируются рекордными ценами на медь на мировых площадках, а также завершением масштабной инвестпрограммы. В совокупности эти факторы, на наш взгляд, позволят в 2011 году генерировать свободный денежный поток, достаточный для начала погашения долговых обязательств. Кроме того, стоит отметить довольно низкую чувствительность рентабельности РМК к ценам на медь.

В последнее время инвесторы обратили внимание на бумаги РМК, за счет чего спред РМК-3 к кривой Мечела сократился с 200 бп до 100 бп. Мы в целом считаем, что этот уровень несколько агрессивен. Справедливую премию мы оцениваем в 150 бп, учитывая меньшие масштабы бизнеса медной компании, а также отсутствие бумаги в ломбардном списке. На наш взгляд, столь высокая оценка бумаг у инвесторов сложилась за счет двух факторов. Во-первых, мировые цены на медь остаются на высоких уровнях, а во-вторых – металлургический сектор по-прежнему довольно скуп на торговые идеи, что стимулирует к покупкам в третьем эшелоне.

## ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ: НОВЫЙ ВИТОК КОНКУРЕНТНОЙ БОРЬБЫ

---

- В апреле 2011 г. закончится реорганизация Ростелекома, крупного государственного игрока телекоммуникационного сегмента, его облигации будут обменяны на облигации МРК государственного Связьинвеста, ожидаем также дебюта самого объединенного Ростелекома на долговом рынке в ближайшем году.
- Для телекоммуникационных компаний, работающих в сегменте мобильной связи, ближайший год будет годом усиления конкуренции на российском рынке, что приведет к снижению рентабельности у всех игроков.
- Кредитные истории МТС и ВымпелКома в 2011 г. окончательно разойдутся. После снижения рейтинга последнего агентством Moody's, мы ожидаем аналогичного действия и от агентства S&P. Справедливый спред между еврооблигациями МТС и ВымпелКома мы видим на уровне не менее 50 бп.
- Крупных M&A сделок в мобильном сегменте отрасли в ближайший год мы не ожидаем: VimpelCom Ltd. будет занят «перевариванием» сделки с Wind Telecom, МТС ранее заявляла об отсутствии планов по крупным поглощениям.

### КОМПАНИИ ФИКСИРОВАННОЙ СВЯЗИ

В апреле текущего года закончится реорганизация Ростелекома, в результате чего оставшиеся в обращении бумаги объединяемых Межрегиональных компаний Связьинвеста будут обменяны на облигации Ростелекома с сохранением исходных параметров. К сожалению, после объявления о планируемом объединении ликвидность в выпусках МРК резко снизилась, поэтому реализовать стратегию, направленную на замену облигаций МРК бумагами Ростелекома, вряд ли получится.

Тем не менее после окончания реорганизации Ростелеком по размеру бизнеса станет сопоставим с мобильными операторами «большой тройки», а контроль в объединенной компании будет принадлежать государству. Компания окажется крупнейшим игроком на рынке фиксированной связи и ШПД в регионах с протяженностью только магистральных сетей около 160 тыс. км. Вместе с приобретаемыми МРК компании перейдут несколько локальных операторов мобильной связи (Уралсвязьинформ, Сибирьтелеком и ВолгаТелеком), что даст Ростелекому базу для развития своего сотового сегмента бизнеса. По планам Правительства, развитие сотового сегмента Ростелекома позволит со временем создать четвертого федерального оператора сотовой связи в России. К слову, Ростелеком первым в России получил лицензию на внедрение связи стандарта LTE (перспективный стандарт, в теории обеспечивающий скорости передачи данных до нескольких десятков Мбит/сек).

Однако основной проблемой на этом пути для объединенной компании станет острая необходимость в обновлении сетевой инфраструктуры, пропускная способность которой на данный момент недостаточна для качественного предоставления услуг сотовой связи, что с ростом трафика мобильного интернета будет ощущаться все острее. Около 30% АТС, присоединяемых МРК, остаются аналоговыми, что в ближайшем времени потребует дополнительных расходов. Значительные инвестиции в инфраструктуру в конечном итоге потребуют от компании привлечения долгового капитала, поэтому Ростелеком уже в 2011 г. вполне может выйти на публичный долговой рынок.

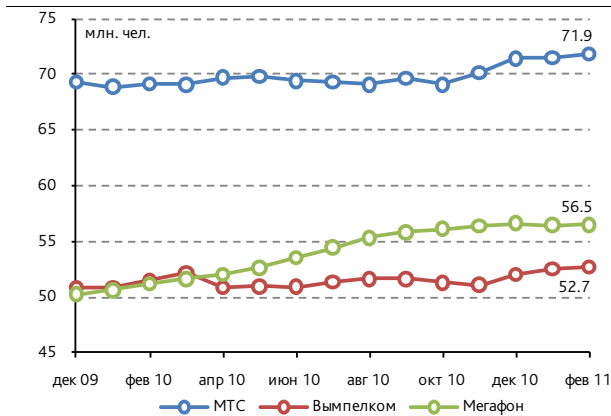
Если Ростелеком решит получать рейтинги от международных агентств, то, с учетом господдержки, он мог бы претендовать на рейтинги уровня double-B. В этом случае его выход на публичный долговой рынок станет еще более вероятным.

## СОТОВЫЕ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

2010 г. был связан с перестановкой сил на российском рынке мобильной связи: в апреле ВымпелКом уступил МегаФону второе место по общему количеству абонентов, а в сентябре – по выручке мобильного сегмента бизнеса в России (хотя по совокупной выручке в России ВымпелКом в 3К 2010 г. все же остался впереди благодаря фиксированному сегменту бизнеса).

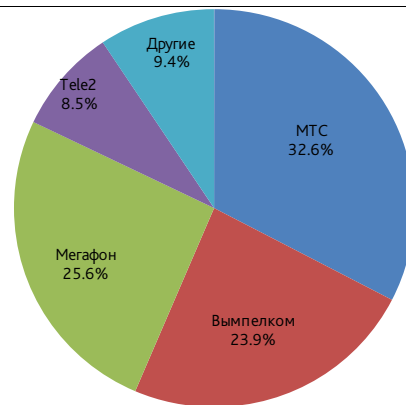
Последний квартал 2010 г. стал также началом активной фазы конкурентной борьбы между операторами «большой тройки». МегаФон первым повысил расходы на рекламу и маркетинг, а вслед за ним эти же статьи расходов увеличили МТС и ВымпелКом, что обе компании продемонстрировали в своих отчетностях за 2010 г.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА АБОНЕНТСКОЙ БАЗЫ В РОССИИ



Источник: AC&M Consulting

ДИАГРАММА 2. ДОЛИ ИГРОКОВ РЫНКА МОБИЛЬНОЙ СВЯЗИ ПО КОЛИЧЕСТВУ ПОДКЛЮЧЕННЫХ АБОНЕНТОВ, В ФЕВРАЛЕ 2011 Г.



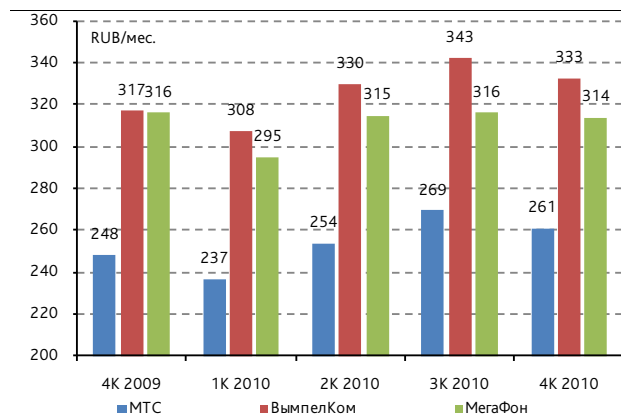
Источник: AC&M Consulting

Согласно данным AC&M Consulting за февраль 2011 г., проникновение сотовой связи в России достигло уже 160%, поэтому увеличение выручки компаний, работающих в этой отрасли, будет обеспечиваться не экстенсивным ростом абонентской базы, а ростом ARPU (средней выручки с одного абонента) и выручки от дополнительных услуг: контента, передачи данных и прочих неголосовых сервисов.

В 2010 г. игроками рынка мобильной связи стала отмечаться тенденция увеличения выручки от неголосовых услуг (VAS), наиболее важной из которых является передача данных. Исторически доля VAS в выручке МегаФона была наибольшей среди других компаний сотовой связи, в сегменте «передача данных» это различие просматривается еще более ярко. Увеличение роли VAS в операционных показателях компаний сотовой связи влечет за собой необходимость инвестиций в инфраструктуру, а именно – в обновление магистральных сетей, связывающих базовые станции. На этом фоне позитивно выглядит новость о том, что инфраструктуру для сетей стандарта LTE компании сотовой связи с большой вероятностью будут разрабатывать совместно на базе частот Скартела.

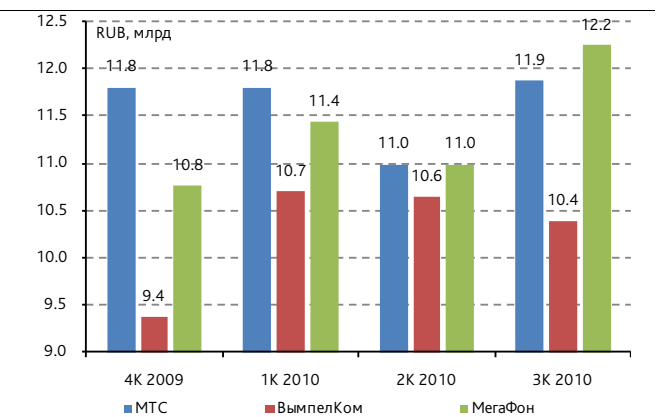
В 2010 г. финансовое состояние операторов «большой тройки» продолжило укрепляться, однако в конце года стали очевидными различия в кредитном качестве МТС и ВымпелКома, первые признаки которого будут наблюдаться в отчетности компаний за 2010 г.

ДИАГРАММА 3. ARPU ОПЕРАТОРОВ МОБИЛЬНОЙ СВЯЗИ В РОССИИ



Источник: данные компаний

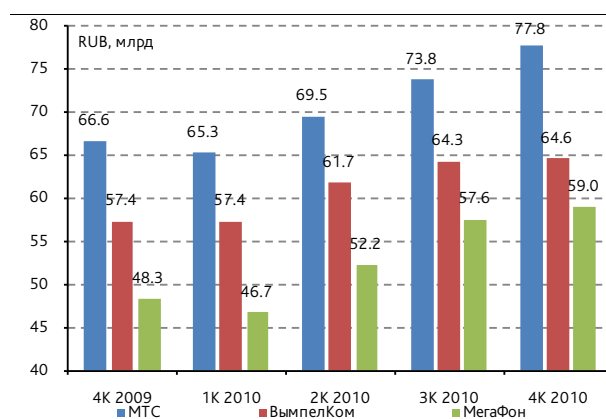
ДИАГРАММА 4. ВЫРУЧКА ОПЕРАТОРОВ МОБИЛЬНОЙ СВЯЗИ ЗА НЕГОЛОСОВЫЕ УСЛУГИ В РОССИИ



Источник: AC&M Consulting, расчеты НБ «Траст»

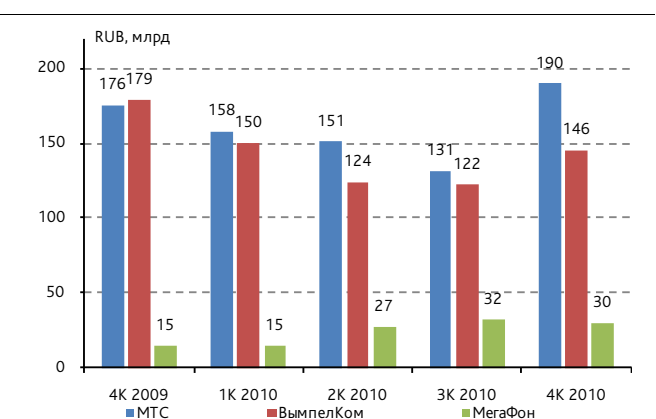
Наиболее сильным, на наш взгляд, остается кредитное качество МегаФона, которое обеспечивается низким уровнем долговой нагрузки (показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 2010 г. составил всего 0.3x). МегаФон ранее планировал выйти на публичный долговой рынок с предложением еврооблигаций, а учитывая необходимость инвестиций в инфраструктуру для удовлетворения спроса на дополнительные услуги, в частности передачу данных, компания может в 2011 г. осуществить свой план и разместить евробонды. У МегаФона есть рейтинг инвестиционной категории, его положение на российском рынке укрепляется, в планах компании нет крупных M&A сделок, поэтому новый евробонд эмитент смог бы разместить с дисконтом как минимум в 30-40 бп к длинным еврооблигациям МТС.

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА ВЫРУЧКИ МОБИЛЬНЫХ ОПЕРАТОРОВ



Источник: данные компаний, расчеты НБ «Траст»

ДИАГРАММА 6. ДИНАМИКА ЧИСТОГО ДОЛГА МОБИЛЬНЫХ ОПЕРАТОРОВ



Источник: данные компаний, расчеты НБ «Траст»

## МТС: СТАВКА НА ОРГАНИЧЕСКИЙ РОСТ

В 2010 г. компания продолжила укреплять свои позиции, удерживая статус лидера на рынке мобильной связи в России с долей около 33% (по оценке AC&M Consulting). Оператор отказался от крупных M&A сделок, в частности в конце прошлого года МТС не стала участвовать в аукционе по приватизации украинского оператора фиксированной и мобильной связи Укртелеком. Менеджмент МТС не единожды заявлял, что в ближайших планах компании не числятся крупные приобретения. Реализовать эту стратегию отчасти поможет и реорганизация материнской АФК «Система», в результате которой ее менеджмент отойдет от непосредственного оперативного управления компанией. Учитывая исторически агрессивную M&A активность «Системы», которая распространялась и на наиболее сильные дочерние компании, после реорганизации ее бизнеса МТС получит больше свободы в действиях, а это поможет ей воздержаться от крупных приобретений в отрасли.

В конце 2010 – начале 2011 г. вокруг МТС разгорелся корпоративный конфликт, связанный с киргизским оператором «Бител». Из-за проигрыша этого дела в суде у МТС могла возникнуть ситуация технического дефолта по коротким еврооблигациям с погашением в 2012 г. и кросс-дефолт по более длинным **MTS 20**. Лондонский суд постановил «заморозить» активы эмитента евробондов, дочерней MTS Finance. МТС сначала выставила держателям коротких евробондов привлекательную по цене оферту на выкуп с автоматическим изменением ковенантов, а держателям длинных бумаг – предложила изменить кредитное соглашение в обмен на денежное вознаграждение. Однако после того как trustee МТС отказался осуществить очередную купонную выплату, мотивируя это решением лондонского суда, компания отозвала оферту. Безусловно, такое поведение несколько подпортило репутацию максимально лояльного кредиторам заемщика, с другой стороны – решение МТС было направлено на минимизацию репутационных рисков. Позже компания предложила снять ковенанты по обоим выпускам еврооблигаций в обмен на денежную компенсацию. Кредиторы приняли это предложение. В результате риск дефолта по еврооблигациям из-за дела вокруг «Битела» снялся, но не прошел бесследно: прогноз по рейтингу МТС от S&P был изменен на «негативный». Агентство мотивировало свое решение слишком агрессивной корпоративной стратегией эмитента.

С финансовой точки зрения кредитное качество МТС остается исключительно крепким: долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» не превышает 1.0x. Компания придерживается консервативной долговой политики, концентрируясь на рублевых займах, которые при условии хеджирования валютного риска оказываются дешевле в обслуживании. Именно поэтому мы считаем, что МТС в 2011 г. может выйти на рынок еврооблигаций с новым выпуском, номинированным в рублях.

## ВЫМПЕЛКОМ: ОСНОВНОЕ ВНИМАНИЕ НА ПОСЛЕДСТВИЯ M&A СДЕЛКИ

Новостной фон вокруг ВымпелКома в последние месяцы связан в основном с предстоящей масштабной M&A сделкой между его материнской VimpelCom Ltd. и компанией Wind Telecom, которая объединяет активы в Алжире, Италии, Бангладеш, Пакистане, Египте, Ливане, Северной Корее, Центральноафриканской республике и Зимбабве. 17 марта сделка была одобрена 53% акционеров, т.е. формально завершению поглощения ничего не угрожает. Ключевой акционер компании – норвежский Telenor – был и остается против, однако мы убеждены, что максимум, что может сделать несогласный акционер – затянуть фактическую реализацию сделки, но не развернуть ее.

С чисто технической стороны совокупный долг на балансе объединенной компании вырастет в 4 раза. VimpelCom Ltd. придется рефинансировать часть долгов приобретаемых компаний, а так как российский ВымпелКом является с кредитной точки зрения наиболее крепким подразделением, то не исключено, что с его помощью материнская компания будет привлекать новые долги. Дополнительную озабоченность у нас вызывает тот факт, что компания начинает крайне сложный M&A проект, имея ряд операционных проблем в основной стране ведения бизнеса – России (потеря доли рынка, снижающаяся эффективность по голосовым операциям). А так как доля российского ВымпелКома в выручке объединенной компании будет составлять теперь лишь около 30%, усилия на отвоевание рыночной доли на локальном рынке могут значительно снизиться.

Последние события убеждают нас в том, что кредитные истории МТС и ВымпелКома окончательно разошлись: если год назад риски обеих компаний оценивались нами как сопоставимые, то теперь, после выхода сделки между VimpelCom Ltd. и Wind Telecom на финишную прямую, кредитные метрики ВымпелКома неизбежно пострадают.

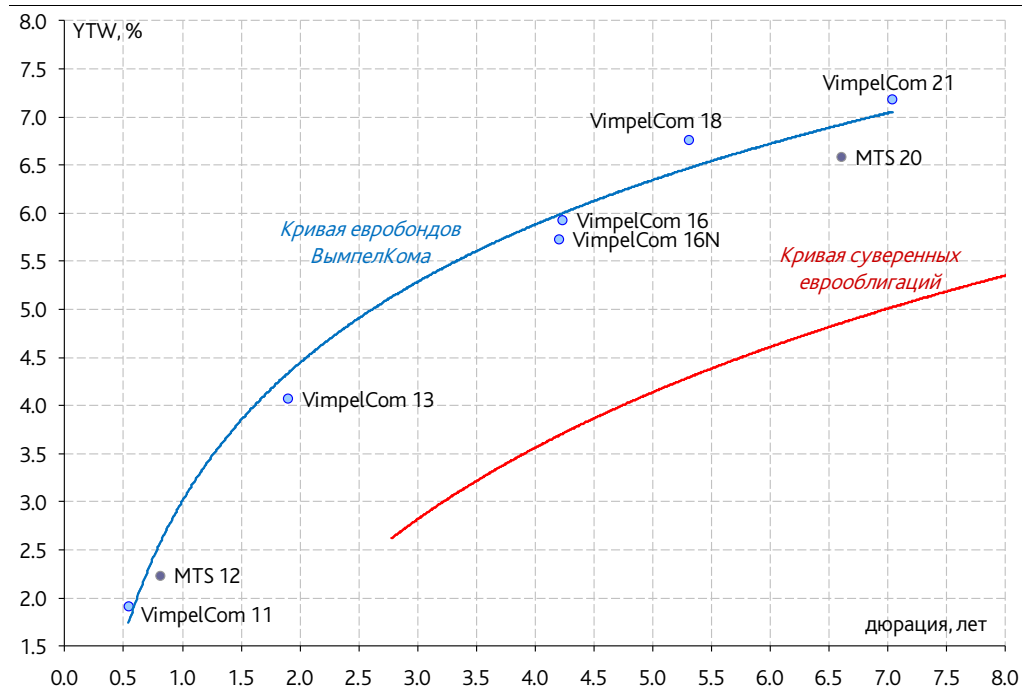
Агентство Moody's уже успело отреагировать на сообщение об одобрении сделки и понизило рейтинг ВымпелКома до Ba3. Мы ожидаем, что S&P в скором времени предпримет аналогичные действия, понизив рейтинг ВымпелКома на одну ступень до BВ.

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

На рынке еврооблигаций телекоммуникационная отрасль представлена только бумагами МТС и ВымпелКома, причем предложение второго по объему в 4 раза больше (USD4.4 млрд. против USD1.15 млрд.). Сейчас Z-спреды облигаций ВымпелКома на 40-50 бп шире, чем аналогичный спред бумаг **MTS 20**. Такая разница в оценке рынком кредитных рисков компаний выглядит справедливой, даже с учетом того, что рейтинг ВымпелКома будет понижен на одну ступень, а навес его еврооблигаций на ближайший год составляет около USD1.0-1.5 млрд.

Еврооблигации ВымпелКома могут продемонстрировать положительную динамику и сузить спред к евробондам МТС в случае реализации благоприятного сценария национализации алжирского актива. В этом случае ВымпелКом получит объем средств, достаточный, чтобы не выходить на публичный долговой рынок в ближайшем году. Реализация худшего сценария – при сохранении негативной динамики операционных показателей в России и материализации страновых рисков, аналогичных проблемам МТС с киргизским «Бителом», в новых странах присутствия – приведет к расширению спреда между кривой еврооблигаций ВымпелКома и МТС выше уровня в 50 бп.

ДИАГРАММА 7. ЕВРООБЛИГАЦИИ КОМПАНИЙ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОГО СЕКТОРА



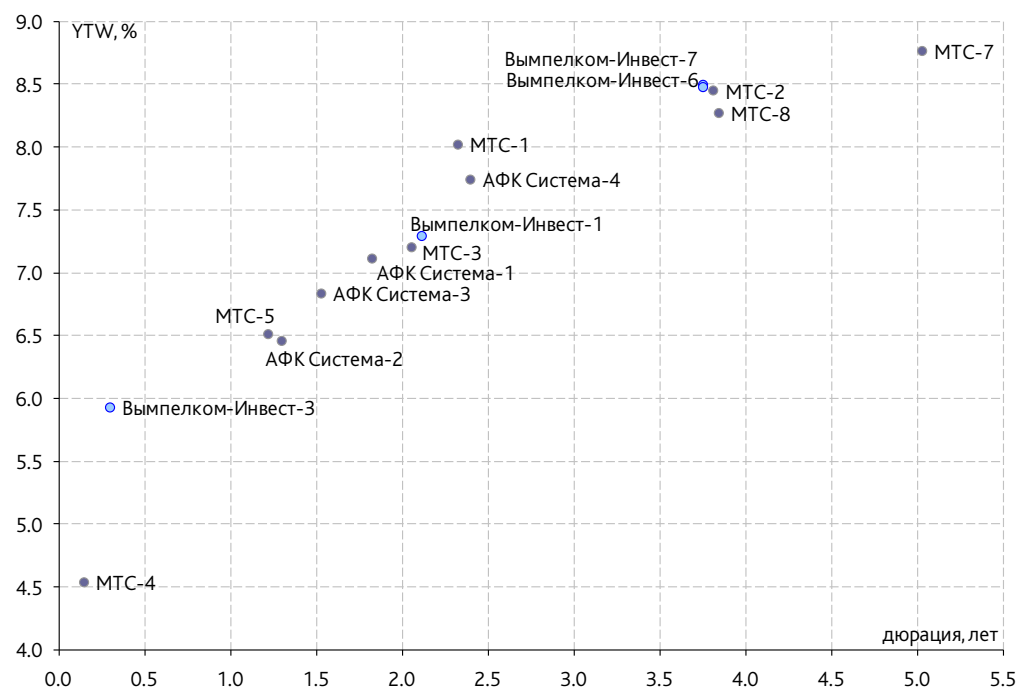
Источники: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Инвесторы рублевого рынка облигаций практически полностью проигнорировали новостной фон вокруг M&A сделки Wind Telecom и VimpelCom Ltd.: рублевые долговые инструменты российской «дочки» последнего – ВымпелКома – торгуются практически на одном уровне с ликвидными выпусками МТС. На наш взгляд, справедливый спред между этими инструментами должен быть таким же, как и на рынке еврооблигаций, т.е. около 50 бп.

Рублевые облигации материнской компании МТС – АФК «Система» – имеют дисконт к локальной кривой МТС, что, на наш взгляд, выглядит слишком агрессивно как с учетом формальной разницы в рейтингах в 2 степени, так и с точки зрения менее финансово устойчивой структуры последней: в скором времени АФК «Система» завершит корпоративную реорганизацию, трансформировавшись в инвестиционный фонд.

ДИАГРАММА 8. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ КОМПАНИЙ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОГО СЕКТОРА



Источники: ММВБ, расчеты НБ «Траст»

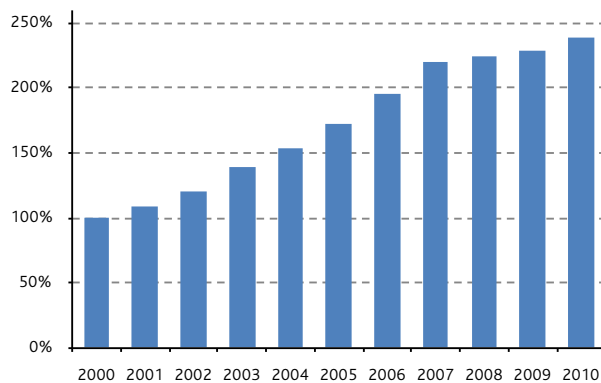
## РИТЕЙЛ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР: ЖИЗНЬ ПОСЛЕ КРУПНЫХ M&A СДЕЛОК

- Сектор розничной торговли в конце прошлого года пережил 2 крупные M&A сделки, которые привели к существенному росту долгов участвовавших в них компаний.
- Рост располагаемых доходов населения и высокая инфляция будут основными драйверами роста выручки продуктовых ритейлеров в 2011 г.
- Разнообразие имен эмитентов облигаций потребительского сектора невелико, и в ближайший год вероятность выхода на рынок новых игроков мала.

### РОЗНИЧНЫЕ СЕТИ

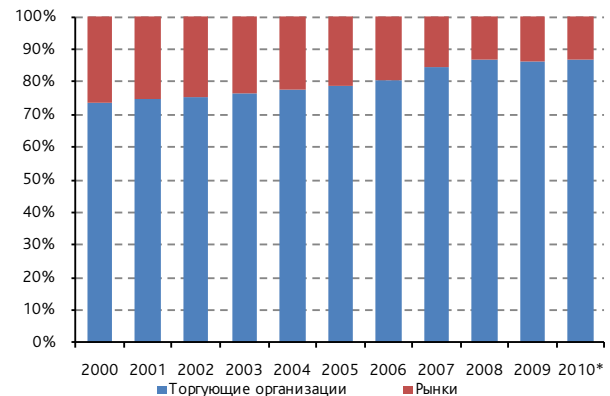
Российский рынок розницы последние годы растет высокими темпами, что во многом обусловлено увеличением располагаемых доходов населения и постепенной консолидацией отрасли. Консолидация отрасли выражается в постепенном снижении доли неорганизованной торговли (рынков, ярмарок и т.п.) в совокупном обороте розничной торговли.

ДИАГРАММА 1. РАСПОЛАГАЕМЫЕ ДОХОДЫ НАСЕЛЕНИЯ (2000 Г. ВЗЯТ ЗА 100%)



Источник: Росстат

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА РОЗНИЧНОГО РЫНКА РОССИИ

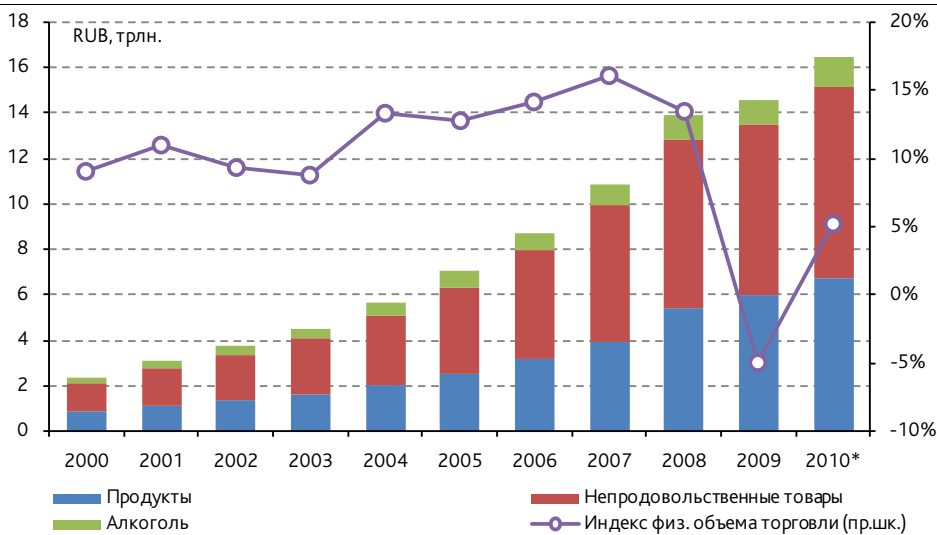


\* Оценки НБ «Траст»  
Источник: Росстат

Отличительной чертой отрасли является также стабильный рост совокупного товарооборота розничной торговли, который за последний год составил около 13% (среднегодовой рост за последние 10 лет – около 22%). Даже замедление роста располагаемого дохода в кризисном 2009 г. не оказало существенного негативного влияния на динамику совокупного товарооборота розничной торговли. Примечательно, что кризис 2008-2009 гг. привел к изменению поведения потребителей: трафик сместился в сторону дискаунтеров и магазинов формата «магазин у дома», в то же время увеличения доли неорганизованной торговли в общем товарообороте не произошло.

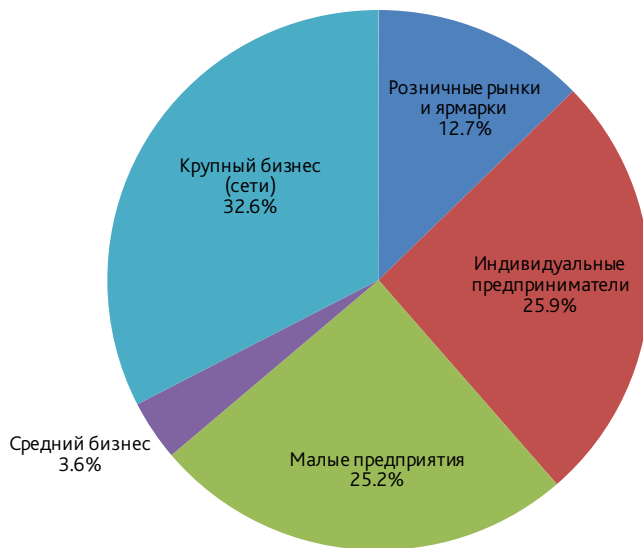
И все же, при всех позитивных моментах в отрасли, которые наблюдались в последние годы, ее консолидация находится еще на относительно низком уровне. Если на организованные продажи электроники в России приходится около 65%, то доля крупных продуктовых ритейлеров по итогам 2010 г. не превышала 34% общего товарооборота розничной торговли, а доля TOP-10 продовольственных сетей за этот же период оценивается всего лишь в 13.5%.

ДИАГРАММА 3. СОВОКУПНЫЙ ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ



\* оценки НБ «Траст»  
 Источник: Росстат, оценки НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. СТРУКТУРА ФОРМИРОВАНИЯ ОБОРОТА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ В 2010 г.



Источник: Росстат

### КРУПНЫЕ M&A СДЕЛКИ В ОТРАСЛИ

Конец 2010 и начало 2011 г. ознаменовались двумя крупными M&A сделками в отрасли розничной торговли, которые существенно изменили расстановку сил на рынке как с позиции рыночных долей, так и с точки зрения кредитного качества эмитентов облигаций.

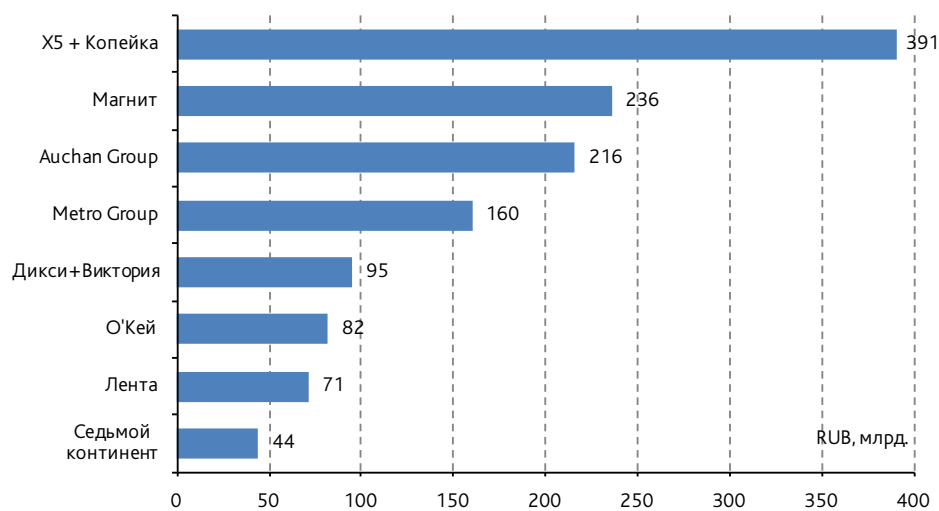
В декабре 2010 г. лидер отрасли X5 Retail Group объявил о достижении договоренностей с владельцами Копейки о поглощении последней. В результате сделки совокупный долг X5, по нашим оценкам, вырос как минимум на RUB45 млрд. за счет чистого привлечения кредита Сбербанка на финансирование денежной части сделки в размере RUB30 млрд., а также из-за консолидации долга приобретаемой компании (еще около RUB16 млрд.). С точки зрения операционных показателей поглощение Копейки позволит X5 сильно оторваться по выручке от ближайшего конкурента – Магнита. Pro-forma выручки X5 по итогам 2010 г. с учетом декабрьских результатов Копейки составила RUB391 млрд., тогда как этот же показатель у Магнита составил около RUB240 млрд. X5 Retail Group

присоединила 660 магазинов Копейки, существенно увеличив свое присутствие в Московском регионе.

Однако для кредиторов наиболее важным стал существенный рост долговой нагрузки, которая с учетом показателей приобретенного актива оказалась слишком высокой для рейтинга категории double-B. В результате оба рейтинговых X5 Retail Group агентства – Moody's и S&P – перевели компанию в категорию single-B, понизив рейтинги на одну ступень. Рейтинг приобретенной Копейки, наоборот, был повышен, а затем отозван по просьбе X5.

Долговые рынки еще не успели оправиться от вышеупомянутой сделки, как другой ритейлер-эмитент облигаций заявил о готовящемся поглощении конкурента. На этот раз Дикси объявила о приобретении сети «Виктория». В результате M&A сделки Дикси увеличит выручку на 50%, количество магазинов – на 40% (+257 магазинов разных форматов), а торговую площадь – более чем на 50% (+121 тыс. кв. м). Это позволит компании войти в пятерку крупнейших компаний сетевой торговли в России как по объему выручки, так и по размеру торговых площадей. В марте Дикси успешно погасила рублевые облигации на RUB3 млрд. и более не объявляла о планах по новым заимствованиям. Тем не менее у компании есть еще 2 зарегистрированных выпуска совокупным объемом RUB6 млрд., и мы ожидаем, что до конца 2011 г. она все же выйдет на публичный долговой рынок с новым предложением.

ДИАГРАММА 5. КРУПНЕЙШИЕ РОЗНИЧНЫЕ СЕТИ В РОССИИ, ВЫРУЧКА В 2010 Г.



Источник: данные компаний, Infoline, оценки НБ «Траст»

- Учитывая по-прежнему невысокий уровень консолидации, мы ожидаем, что в 2011 г. крупные сетевые ритейлеры продолжат скупать мелких региональных игроков, сохраняя динамику органического роста.
- Холдинг X5 сохранит аппетиты по поглощениям региональных игроков, поэтому именно он будет задавать тон консолидации отрасли.
- Магнит выходит на первое место по кредитному качеству, чему помогла концентрация на динамичном органическом росте. В 2011 г. компания планирует существенно увеличить капитальные затраты на строительство магазинов крупных форматов, сохраняя темпы прироста количества дискаунтеров.
- Агрессивный рост Магнита приведет к увеличению его долговой нагрузки в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» до уровня 2.0x. Тем не менее Магнит будет лучшим кредитным риском в сегменте ритейл, так как агрессивная стратегия, нацеленная на поглощения, не позволит X5 к концу 2011 г. сократить долговую нагрузку ниже отметки 4.0x.

## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

На развитие сектора потребительских товаров влияют те же факторы, что и на компании розничной торговли. Увеличение располагаемых доходов населения и рост товарооборота в организованном сегменте торговли (а в особенности в крупных продовольственных сетях) должны, безусловно, способствовать улучшению операционных показателей производителей потребительских товаров. Главным негативным фактором является, пожалуй, только потенциальное увеличение импорта продуктов питания в Россию после вступления страны в ВТО в среднесрочной перспективе.

Главным событием в потребительском секторе в прошлом году стала крупнейшая в истории неэнергетической отрасли M&A сделка: PepsiCo договорилась с владельцами ВБД о покупке 100% акций за USD5.4 млрд. Эта сделка добавила в продуктовый ассортимент PepsiCo молочный сегмент, а ВБД получил очень сильного с финансовой точки зрения владельца. В результате, даже несмотря на существенный рост долга, который российская компания продемонстрировала в ЗК 2010 г., самой важной чертой ее кредитного качества теперь является именно наличие сильной материнской компании.

К марту 2011 г. PepsiCo уже консолидировала более 75% акций ВБД и выставила миноритарным акционерам оферту на выкуп оставшихся у них долей. Сделка проходит в рамках запланированного времени и, по всей видимости, в мае будет окончательно завершена. На наш взгляд, после данной сделки ВБД больше не будет выходить на рынок публичного долга, поэтому по мере погашения обращающихся облигаций компания будет уходить с российского долгового рынка.

Среди других компаний потребительского сектора, чье финансовое состояние относительно устойчиво, на публичном долговом рынке присутствуют только крупный холдинг АПК «Черкизово» и производитель алкогольной продукции «Синергия». О планах выхода на рынок облигаций заявлял также региональный производитель молочной продукции «Комос-Групп».

Группа компаний «Черкизово» специализируется на производстве и переработке мяса: свинины и курятины, владея несколькими птицефабриками и свинокомплексами в европейской части России. Это единственный представитель АПК, который во время кризиса даже намек на дефолт по публичному долгу не давал. Сейчас компания проводит агрессивную экспансию на рынках присутствия, активно инвестируя в новые производственные мощности и покупку компаний отрасли. В частности, в конце марта 2011 г. Черкизово сообщило о покупке другого крупного вертикально интегрированного производителя мяса птицы «Моссельпром». Это позволит компании увеличить свою долю рынка в мясном сегменте с 7% до 9% и расширить свое присутствие на насыщенном московском рынке. Стоит отметить, что российский рынок мяса еще более фрагментирован, чем рынок розничной торговли: на долю крупных игроков мясопереработки приходится не более 15% всего рынка (Черкизово лидирует в этом сегменте с долей рынка в 3.5%). Аналогичная ситуация наблюдается в сегментах свиноводства и птицеводства, где доли крупнейших игроков не превышают 65% и 50% соответственно (доли Черкизово 4.4% и 8.2%).

Группа компаний «Синергия» специализируется на производстве крепкой алкогольной продукции, объединяя в себе 16 ликероводочных заводов в России. В ее структуру также входит компания «Пента Агро», которая занимается производством продовольственных товаров. Выручка Синергии на 80% сформирована за счет продаж алкогольной продукции, 20% приходится на продовольственные товары. Синергия и в период кризиса придерживалась консервативной долговой политики, удерживая показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» в рамках 2.5x. По заявлению менеджмента, планируется снизить его до 1.5x до конца 2011 г. Наиболее негативным фактом для компании в ближайшие годы может стать существенное повышение акцизов на алкоголь: по планам Минфина до 2014 г. акциз на литр спирта будет поэтапно повышен с нынешних RUB230 за литр до примерно RUB900 за литр. Это неизбежно выльется в удорожание основной продукции во всех ценовых сегментах и снижение спроса в наиболее массовом сегменте. Из-за этого даже при сохранении выручки в номинальном выражении физический объем продаж рискует резко сократиться, что в свою очередь снизит рентабельность бизнеса.

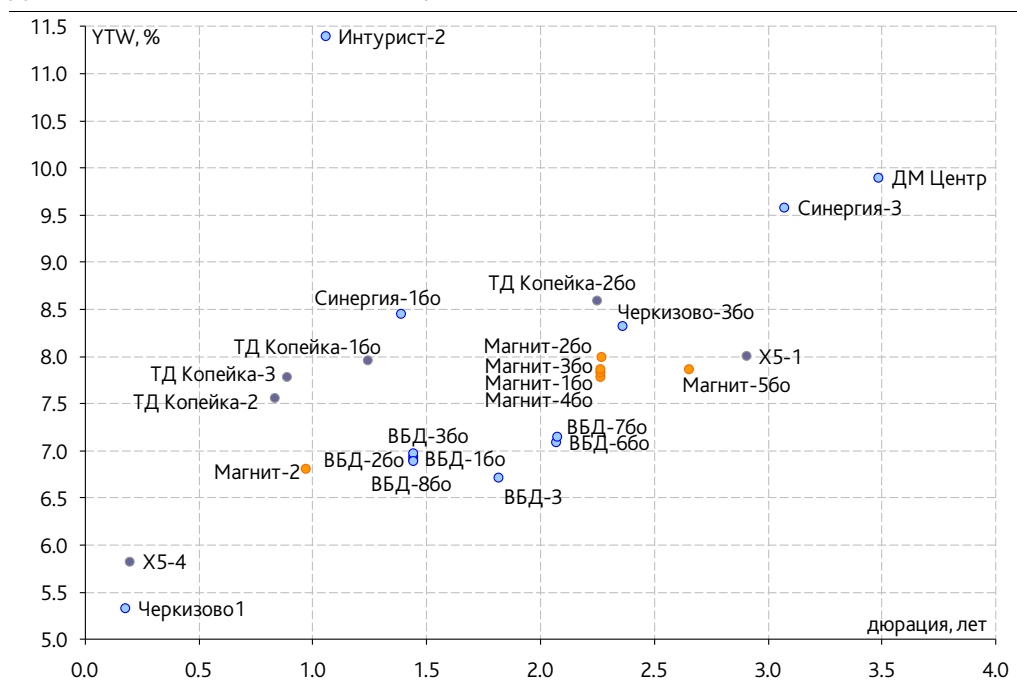
## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На рублевом рынке облигаций после кризиса и крупных M&A сделок осталось не слишком много компаний потребительского сектора и сектора розничной торговли. Считавшиеся до последнего времени ориентиром для сектора розницы бумаги X5 уже не слишком ликвидны, а учитывая серьезно выросшую долговую нагрузку компании и вовсе стали малоинтересными. Облигации Магнита всегда торговались лишь с небольшой премией к бумагам X5, даже несмотря на отсутствие у эмитента кредитных рейтингов от международных агентств и его отказ от ультраконсервативной долговой политики.

Среди бумаг компаний розничной торговли нас привлекают выпуски Интуриста и Детского мира. Первый из них предлагает двузначную доходность на сроке около года, что, на наш взгляд, слишком большая цена для компании, имеющей высокие репутационные риски как со стороны материнской АФК «Система», так и со стороны своего партнера по СП – известного глобального туроператора Thomas Cook. Выпуск **ДМ Центр** имеет спред к кривой Москвы более 200 бп, тогда как в структуре облигаций имеется гарантия правительства Москвы по телу долга. Мы считаем такую премию привлекательной компенсацией за риски компании.

Бумаги потребительского сектора интересных идей не предлагают. Бонды Синергии неликвидны, облигации Черкизово, на наш взгляд, на текущих уровнях по доходности выглядят перекупленными. Инструменты ВБД практически полностью исчерпали свой потенциал роста цены. Поводом для сужения спреда между бондами ВБД и кривой ОФЗ может стать закрытие сделки с PepsiCo и последующие повышения рейтингов до инвестиционной категории.

ДИАГРАММА 6. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО И РИТЕЙЛ СЕКТОРОВ



Источники: ММВБ, расчеты НБ «Траст»

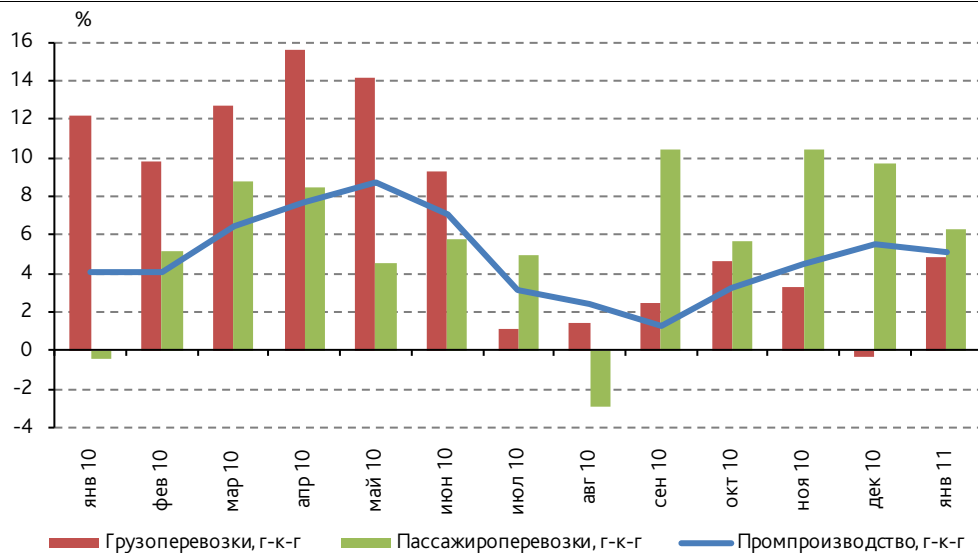
## ТРАНСПОРТ: ВОССТАНОВЛЕНИЕ С ЭКОНОМИЧЕСКИМ РОСТОМ ВМЕСТЕ

- На фоне продолжающегося постепенного роста экономики России транспортный сектор также будет восстанавливаться до докризисных уровней.
- Из всех эмитентов транспортного сектора наихудшими, пожалуй, нам видятся перспективы Совкомфлота.
- В облигациях сектора мы рекомендуем к покупке только валютные выпуски РЖД.

По мере роста российской экономики транспортный сектор также испытывает на себе восстановление. Данная отрасль, пожалуй, наиболее тесно завязана на экономическом развитии страны, что можно заметить, сравнив динамику промышленного производства в России и объемы грузоперевозок с начала 2010 года. Летом прошлого года, в связи с многочисленными пожарами, введением эмбарго на экспорт зерна и прочими причинами, положительная тенденция изменилась (Диаграмма 1). В нашем базовом сценарии мы исходим из того, что в 2011 году динамика перевозки грузов будет умеренно позитивной.

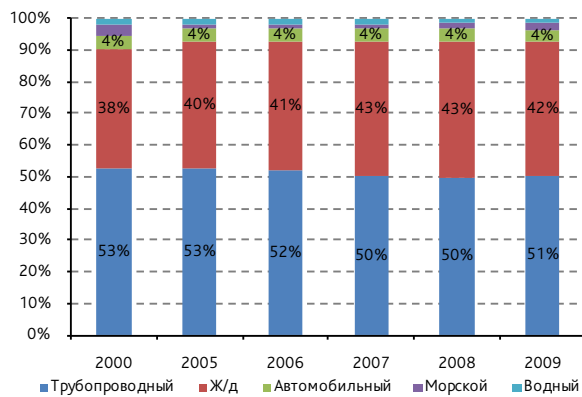
Данные пассажирооборота также ощущают на себе влияние постепенного посткризисного восстановления экономики: уверенность населения в стабильности повышается, а с ней активизируются пассажирские поездки.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ПРОМПРОИЗВОДСТВА И ОБЪЕМОВ ПЕРЕВОЗИМЫХ В РОССИИ ГРУЗОВ

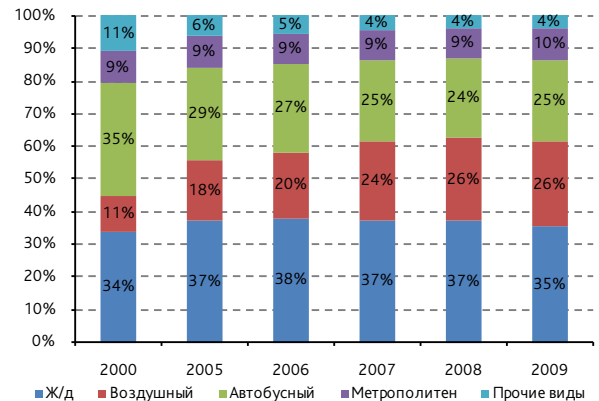


Источник: Росстат

Грузоперевозки в России практически полностью поделены между двумя основными видами транспорта – магистральным трубопроводным (в основном газ, нефть и нефтепродукты) и железнодорожным (нефть и все прочие виды грузов). В пассажирских же перевозках доминируют три основных вида путей сообщения – железные дороги, воздушные пути, а также автобусные междугородние перевозки. Тенденция последних нескольких лет (см. Диаграмму 3) свидетельствует о том, что люди постепенно пересаживаются с поездов и автобусов на самолеты. Это же подтверждает и статистика 2010 года: авиаперевозки выросли на 30%, в то время как железнодорожный транспорт демонстрировал значительно худшую динамику (см. Диаграмму 3), по крайней мере в 1П 2010.

**ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ГРУЗООБОРОТА ПО ВИДАМ ТРАНСПОРТА, 2000-2009**


Источник: Росстат

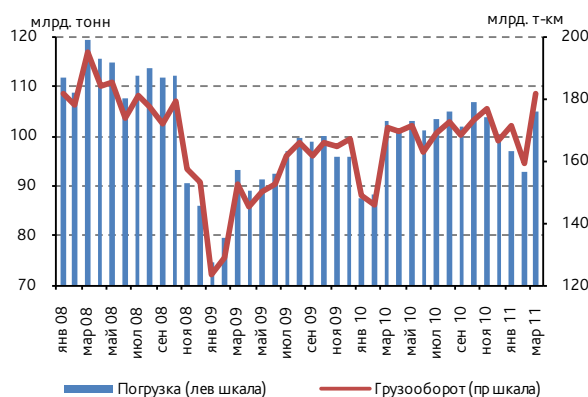
**ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА ПАССАЖИРСКИХ ПЕРЕВОЗОК ПО ВИДАМ ТРАНСПОРТА, 2000-2009**


Источник: Росстат

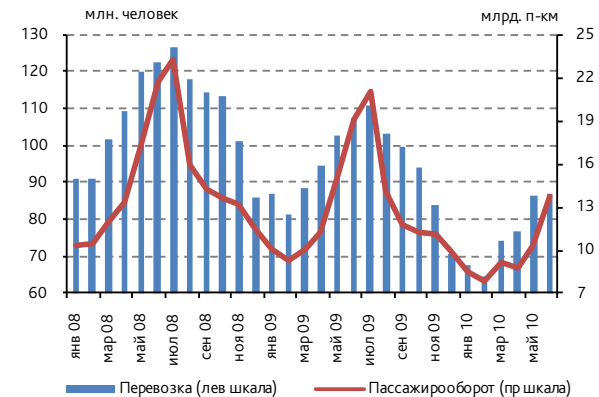
### ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНЫЙ ТРАНСПОРТ

В 2010 году грузоперевозки основного игрока – РЖД – выросли на 9% после падения на 13% годом ранее (см. Диаграмму 4). При этом недавно глава монополии сообщал о планах РЖД по увеличению объемов погрузки по итогам 2011 года на 5%. Таким образом, мы считаем, что докризисных объемов удастся достигнуть лишь в 2012 году. В то же время мы, как и РЖД, ожидаем, что перевозки грузов ж/д транспортом будут постепенно расти. Этому должен способствовать не только общий рост экономики, но и реализация таких крупных проектов, как строительство объектов сочинской олимпиады и пр.

В секторе продолжается реформа, направленная на либерализацию рынка. Вполне возможно, что в России будет появляться все большее число частных игроков, постепенно отнимающих долю рынка у РЖД. Так, например, Fesco (Дальневосточное Морское Пароходство - ДВМП) планирует это сделать за счет приобретения контрольного пакета в Трансконтейнере, а в 2011 году, вероятно, уже состоится IPO ПГК – другой крупной «дочки» РЖД.

**ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ГРУЗОПЕРЕВОЗОК РЖД, 2008-2011 ГГ.**


Источник: РЖД

**ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА ПАССАЖИРСКИХ ПЕРЕВОЗОК РЖД, 2008-ИЮНЬ 2010**


\* с июля 2010 года РЖД перестала публиковать статистику  
 Источник: РЖД

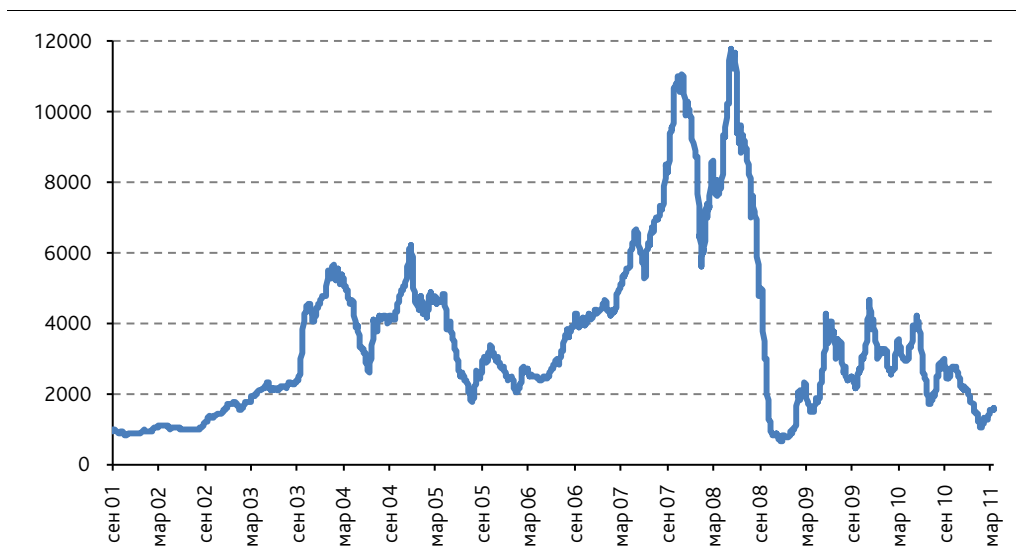
## ВОДНЫЙ ТРАНСПОРТ

Не вдаваясь в подробности относительно всего водного транспорта, остановимся вкратце лишь на моментах, затрагивающих Совкомфлот – единственного российского эмитента облигаций в отрасли морских перевозок.

Мы считаем, что сейчас далеко не самый благоприятный временной период для глобальных танкерных компаний в целом. Индекс Baltic Dry, показывающий динамику ставки фрахта танкеров, находится сейчас на одном из самых низких за последние 10 лет уровней. До этого подобные значения наблюдались лишь до 2002 года и в самой острой фазе кризиса – в октябре-ноябре 2008 года (см. Диаграмму 6). Помимо этого негативно на компаниях, оперирующих танкерами, сказывается дисбаланс спроса и предложения новых транспортных судов: по данным Fitch, перевозчики ожидают поставок сухогрузов в объеме 46% от уже существующего в мире флота.

Впрочем, есть и позитивный для рынка морских перевозок нефти момент. Напряженность в ряде стран Северной Африки и Ближнего Востока уже привела к резкому увеличению фрахтовых ставок на отдельные виды танкеров.

ДИАГРАММА 6. ДИНАМИКА СТАВОК ФРАХТА НА ТАНКЕРЫ НА ПРИМЕРЕ ИНДЕКСА BALTIC DRY INDEX



Источник: Bloomberg

## ВОЗДУШНЫЙ ТРАНСПОРТ

Итоги 2010 года для российских авиакомпаний выдались очень успешными. При росте пассажирооборота на 31% и числа перевезенных пассажиров на 26% (см. таблицу) почти все основные игроки отрасли показали увеличение операционных показателей на сравнимые величины. Мы считаем, что предпосылок для подобного роста в 2011 году нет, однако население продолжит как деловые, так и туристические поездки в меньших объемах, что будет связано с общим ростом деловой активности и потребительских доходов.

Основные тенденции для российских авиакомпаний в 2011 году, на наш взгляд, не будут благоприятными для бизнеса и финансовых показателей. Цены на нефть и нефтепродукты на мировых рынках остаются высокими, продолжает дорожать и авиационное топливо. Впрочем, смягчающим для перевозчиков фактором выступит очередная волна дел Федеральной Антимонопольной Службы (ФАС) против российских нефтяных компаний, начатая в феврале 2010 года. Вследствие государственных мер статистика в течение месяца зафиксировала 7%-ное снижение цен.

Одновременно с растущими ценами продолжается и жесткая конкуренция между крупными российскими перевозчиками за потребителя. Многие пассажиры по-прежнему не довольны сервисом компаний (старый парк, аэропортовая инфраструктура, сервис на борту), а потому привить лояльность российскому клиенту оказывается сложно. Лидеры отрасли решают эту проблему, вкладывая огромные средства в модернизацию воздушного парка, что в свою очередь оказывает давление на их финансовые показатели.

Кроме того, мы ожидаем продолжения тенденции на консолидацию сектора. В качестве примера приведем Аэрофлот, который может уже в 2011 году завершить покупку 6 проблемных авиакомпаний. Учитывая значительное количество небольших региональных компаний, мы не исключаем, что крупных игроков могут заинтересовать отдельные привлекательные для них направления.

ТАБЛИЦА. ДИНАМИКА ПАССАЖИРСКИХ ПЕРЕВОЗОК КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ АВИАКОМПАНИЙ

	Пассажирооборот, млрд. пасс-км			Перевозки пассажиров, млн. чел		
	2009	2010	% изм.	2009	2010	% изм.
Аэрофлот	26.0	34.8	34%	8.8	11.3	28%
Трансаэро	18.7	26.3	41%	5.0	6.6	32%
Сибирь	13.2	13.0	-2%	5.6	5.9	5%
ЮТэйр	5.8	8.0	38%	3.5	4.4	26%
<b>Всего по России</b>	<b>112.5</b>	<b>147.1</b>	<b>31%</b>	<b>45.1</b>	<b>56.9</b>	<b>26%</b>

Источник: Росавиация

## ОБЛИГАЦИИ ТРАНСПОРТНОГО СЕКТОРА

Транспортный сектор, как таковой, на рынке облигаций можно выделить с большой натяжкой. Есть отдельные эмитенты, которых сложно сравнивать между собой, так как бизнес в разных видах перевозок сильно отличается. В целом по сектору можно привести такую статистику:

- На рублевом рынке присутствуют 10 эмитентов транспортного сектора с бумагами на RUB265 млрд., из которых RUB215 млрд. (80%) – бумаги РЖД. Среди других имен, интересных с точки зрения наличия какой-либо ликвидности в бондах, мы выделяем Аэрофлот, Трансаэро, ЮТэйр, Трансконтейнер и Новая Перевозочная Компания.
- На рынке евробондов в транспортном секторе отметим – РЖД (выпуск RZD 17 на USD1.5 млрд. и RZD 31P на GBP350 млн.), Совкомфлот (Sovcomflot 17 на USD800 млн.), НМТП (NCSP 12 на USD 300 млн.).

## ЕВРОБОНДЫ

С момента выхода на рынок евробонд RZD 17 традиционно торговался ниже кривой Газпрома за счет редкости публичного предложения со стороны РЖД, а также вхождения в индекс EMBI+. Последний факт обеспечивает бумаге хороший спрос институциональных инвесторов. Впрочем, не так давно RZD 17 стал торговаться примерно на одном уровне с кривой Газпрома. Такое развитие событий мы изначально связываем с размещением RZD 31P, что подтвердилось впоследствии: расширение спреда долларовых бумаг РЖД к евробондам Газпрома прекратилось.

Мы рекомендуем к покупке облигации транспортной монополии. Долларовый выпуск, на наш взгляд, будет отыгрывать слабую динамику предыдущих 4 месяцев, а деноминированный в фунтах – редкость подобного рода бумаг. Как показывает опыт нескольких размещений последнего времени (Метинвест, Новатэк), высокое кредитное качество, понятная стратегия бизнеса, а также невысокий объем первичного предложения импонируют инвесторам в евробонды эмитентов из стран СНГ. Так, уже в первые дни после размещения RZD 31P вырос на 3 п.п.

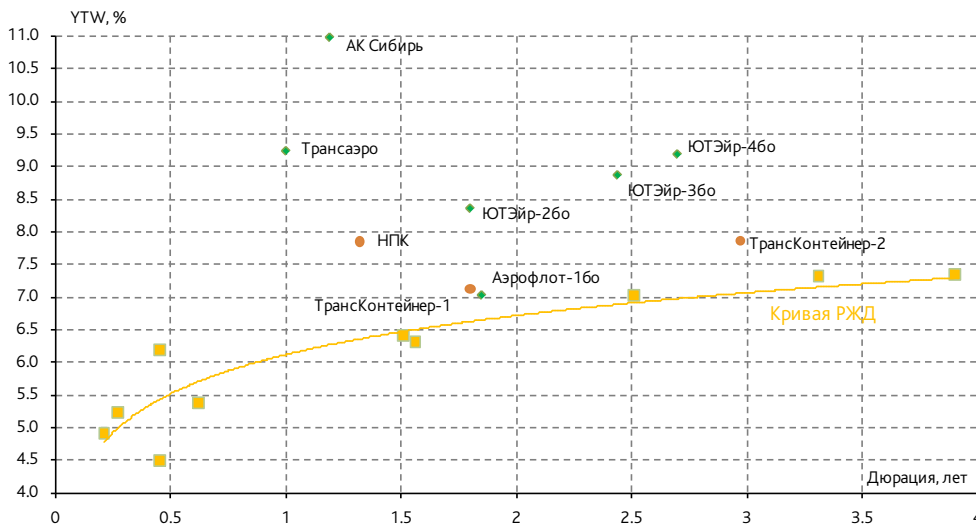
Бумаги Новороссийского Морского Торгового Порта **NCSP 12** погашаются уже в мае 2012 года и торгуются сейчас близко к 104.0% от номинала, а потому вряд ли будут расти в цене на протяжении оставшегося года. Мы не сомневаемся в способности порта расплатиться по своим обязательствам или в крайнем случае рефинансировать выпуск новыми бумагами, а потому считаем, что евробонд к моменту погашения вернется к номиналу. Что касается негативных репутационных новостей вокруг НМТП, которые появились уже после смены акционера в начале 2011 года, то мы считаем, что они не будут оказывать существенного влияния на кредитное качество порта.

**Sovcomflot 17** остается самой непривлекательной бумагой среди выпусков российских эмитентов за последние полгода. Разместившись в октябре 2010 года бумага по-прежнему торгуется по цене ниже 99% от номинала (выше номинала она была лишь несколько дней). Фундаментально справедливую доходность бумаги Совкомфлота мы оцениваем на 70-80 бп выше, чем для РЖД, то есть как раз на текущих уровнях. Однако отметим, что доходность самого **RZD 17** может еще упасть, в то время как для евробонда Совкомфлота есть такой неоднозначный фактор, как возможная уже в 2011 году приватизация. На наш взгляд, вывод бумаг из списка EMBI+ может нивелировать весь позитив от привлекаемых денежных средств.

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

В рублевой секции основным ориентиром для всех компаний служит кривая доходности РЖД, которая практически на всем промежутке предлагает премию к суверенной кривой лишь 50-60 бп. Чуть выше лежат два выпуска дочернего для РЖД Трансконтейнера. После проведенного в конце 2010 года IPO госмонополия сохранила контроль над контейнерным оператором, но, по-видимому, сократит свой пакет до менее чем контрольного уже в течение ближайшего года.

ДИАГРАММА 7. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ТРАНСПОРТНОГО СЕКТОРА



Источник: ММВБ

Приобрести же контрольный пакет Трансконтейнера планирует другой транспортный оператор – ДВМП (Fesco) – по размерам сравнимый с самой компанией. Мы считаем, что такая смена собственника, хоть и на финансово устойчивого с кредитной точки зрения, негативна для Трансконтейнера. Одна из крупнейших компаний страны – РЖД – да еще и с несомненным преимуществом в виде господдержки, безусловно, сильнее. Впрочем, стоит также отметить, что Трансконтейнер имеет неплохое stand-alone кредитное качество, в связи с чем премия к кривой РЖД даже в новых условиях не должна превышать 70 бп.

Непривлекательно на графике доходностей смотрятся и выпуски Аэрофлота, дающие лишь 40 бп премии к кривой РЖД. Такой уровень нам кажется недостаточным не только по причине того, что авиационные компании подвержены **большим** рискам волатильности цен на топливо. Аэрофлот имеет и ряд специфических только для него рисков. Во-первых, это возможность потери роялти, которые перевозчик получает от международных авиакомпаний за пролеты над территорией России. Точный масштаб потенциальных потерь оценить сложно, однако, по нашим оценкам, он может составить до 10% выручки и 50% EBITDA. Во-вторых, сейчас идет процесс консолидации шести проблемных авиакомпаний, что может привести к росту долговой нагрузки Аэрофлота.

Бумаги остальных трех авиакомпаний (Трансаэро, АК Сибирь, ЮТэйр) мы также не рекомендуем к покупке. В перспективе им предстоят значительные траты на обновление парка. Учитывая также долговую нагрузку выше среднего уровня для этих компаний и волатильность спроса на услуги, мы считаем, что их облигации смотрятся менее привлекательно, чем, например, бумаги лидеров строительного сектора – ЛСР и ЛенСпецСМУ.

## МАШИНОСТРОЕНИЕ И ПРОМЫШЛЕННОСТЬ: ГОСКОМПАНИИ ПРАВЯТ БАЛ

- Новое предложение рублевого долга будет поступать преимущественно от государственных компаний.
- Программа утилизации продолжит оказывать положительное влияние на финансовое состояние автопроизводителей.
- В нефтехимической отрасли – фокус на восстановление кредитного качества при росте внутреннего и внешнего спроса на каучуки и этилены.

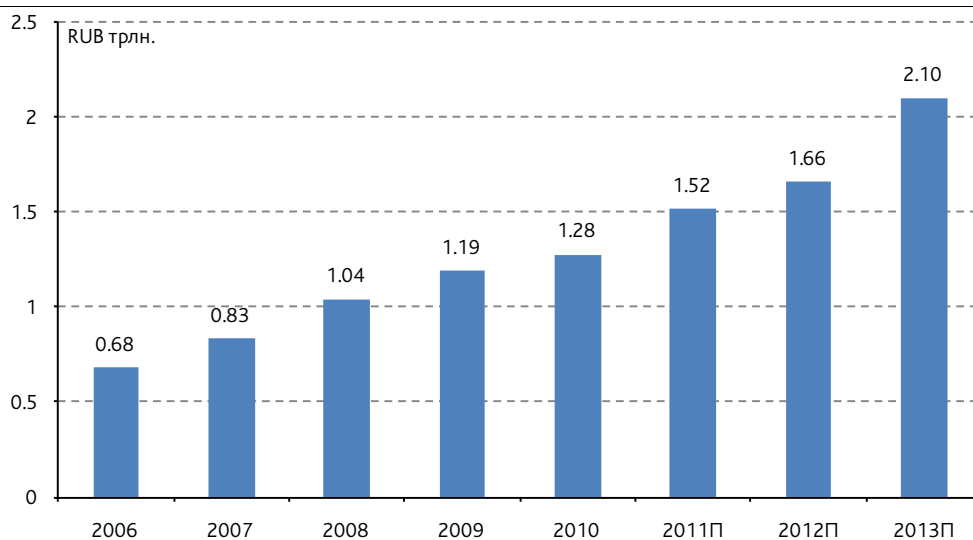
### ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ОТРАСЛИ

Российский промышленный сектор оказался одной из самых серьезно пострадавших в кризис отраслей, как следствие существенно сократилось и число эмитентов, и совокупный объем обращающихся облигаций. Учитывая серьезно ухудшившиеся финансовые показатели большинства компаний отрасли, ключевую роль в кредитном качестве подавляющего числа игроков стало играть наличие государства в структуре акционеров. По этому признаку все компании отрасли условно можно разделить на 2 группы: со значительным государственным участием в акционерном капитале и без такового.

К первой группе компаний относятся все стратегические предприятия: Оборонпром (государство владеет 100% акций через Ростехнологии), ОАК (около 92% через Росимущество и ВЭБ), УВЗ (100%), Иркут (через ОАК – 80%), ГСС (около 75% через компанию «Сухой»), УОМЗ (100% через Ростехнологии), КАМАЗ (около 49% через Ростехнологии). Легко понять, что почти все эти компании относятся к сектору ОПК, поэтому на их финансовые показатели в ближайшие годы наибольшее влияние будет оказывать программа государственных закупок вооружений и систем для них.

За последние годы бюджетные расходы на оборону практически удвоились, а запланированные на 2011-2013 гг. совокупно превысят сумму в RUB5 трлн. Программа обновления парка боевой авиации и систем ПВО позитивно скажется на финансовых показателях производителей военной авиации (ОАК, Иркут, Оборонпром) и систем ПВО (Алмаз-Антей).

ДИАГРАММА 1. РАСХОДЫ БЮДЖЕТА РФ НА НАЦИОНАЛЬНУЮ ОБОРОНУ



Источник: Федеральная казна РФ

Несколько особняком от государственных представителей ОПК стоит компания ГСС, основной целью которой является создание, выведение на международные рынки и послепродажное обслуживание нового ближнемагистрального самолета Sukhoj Superjet 100. В структуре акционеров присутствует итальянский авиапроизводитель Alenia Aeronautica, владеющий блоком пакетом ГСС, двигатели для SSJ-100 разрабатывались совместно с французской Snecma.

Самолет уже получил российский сертификат типа, что позволит начать его поставки первым заказчикам (в числе которых российский Аэрофлот и армянская Армавиа). Кроме того, портфель заказов ГСС на поставку самолета SSJ-100 состоит из 170 жестких контрактов, из которых 104 приходится на зарубежные компании. В 2011 г. ГСС планирует произвести первые 14 самолетов SSJ-100, большинство из которых будет поставлено Аэрофлоту. Успех всего проекта будет зависеть именно от того, как самолет покажет себя в первые годы эксплуатации.

В марте 2011 г. новый президент Объединенной Авиастроительной Корпорации, объединяющей все российские государственные авиастроительные активы, М. Погосян заявлял, что долгосрочная программа холдинга подразумевает активное развитие гражданского сегмента. По планам менеджмента ОАК, к 2025 г. доля гражданского самолетостроения в совокупной выручке компании должна составить около 51%, 26% придется на военную авиацию, 23% - на грузовую. Подтверждением этих планов является разработка среднемагистрального самолета МС-21 на конструкторских и производственных мощностях корпорации «Иркут». Планируется, что к 2016 г. будет построен первый летающий образец нового самолета.

ТАБЛИЦА 1. ГОСГАРАНТИИ ПО ПУБЛИЧНОМУ ДОЛГУ ЭМИТЕНТОВ С УЧАСТИЕМ РФ В КАПИТАЛЕ КОМПАНИЙ

Выпуск	Объем, RUB млн.	Госгарантия
ГС Сухого	5,000	Нет
ГС Сухого БО-1	3,000	Нет
Иркут БО-1	5,000	Нет
КАМАЗ БО-1	2,000	Нет
КАМАЗ БО-2	3,000	Нет
ОАК	46,280	Да
Оборонпром	21,091	Да
СатурнНПО-2	2,000	Нет
СатурнНПО-3	3,500	Нет
УВЗ НПК-1	3,000	Нет
УВЗ НПК-2	3,000	Нет
УМПО-3	3,000	Нет
УОМЗ-3	1,500	Нет

Источники: данные компаний

## АВТОМОБИЛЕСТРОЕНИЕ И ПРОГРАММЫ УТИЛИЗАЦИИ

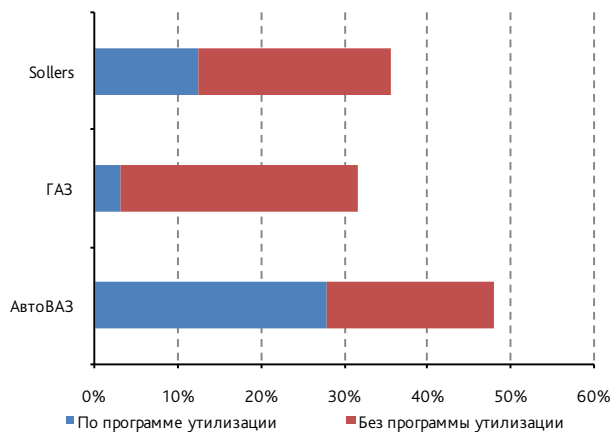
Автопроизводители оказались, пожалуй, в числе тех российских компаний, кто пострадал от кризиса 2008-2009 г. больше всего (по данным АЕВ, падение продаж в 2009 году составило 49%). Именно с этим связана обширная государственная программа поддержки российского автопрома, проводимая с 2010 г. Помимо налоговых стимулов, непосредственной финансовой помощи и льготного кредитования со стороны госбанков была принята программа автоутилизации.

Позитивный эффект этой программы ощутили российские, а также глобальные компании, выпускающие в России машины в режиме промсборки. Но главными ее бенефициарами стали производители, чей модельный ряд включал наиболее дешевые модели автомобилей. Наилучшим примером может служить АвтоВАЗ, цена самой бюджетной модели которого (ВАЗ 2105/2107) по программе автоутилизации приблизилась к RUB100 тыс.: продажи этой модели в 2010 г. выросли более чем вдвое. Совокупные

продажи АвтоВАЗа выросли на 48%, и около половины этого объема приходилось на реализацию по программе господдержки.

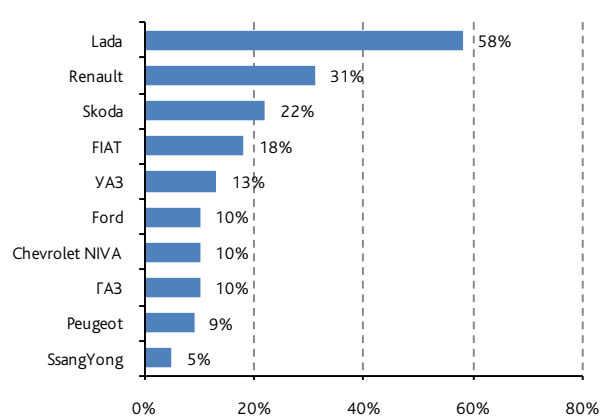
Совокупно продажи легковых автомобилей выросли в 2010 г. более чем на 30%, однако опыт стимулирования продаж в европейских странах за счет утилизации старых автомобилей говорит о том, что позитивный эффект на автопроизводителей быстро сходит на нет при отмене программы. Российский автомобильный рынок вполне может избежать этой участи: динамика его роста с большой вероятностью будет сохраняться и в 2011 г., хотя темпы роста будут более скромными и ограничатся величиной 15-20%. Этому будут способствовать, во-первых, продление программы утилизации старых легковых автомобилей до конца 2011 г., а во-вторых, сохранение ввозных квот на автомобили зарубежного производства.

ДИАГРАММА 2. ПРИРОСТ ПРОДАЖ АВТОМОБИЛЕЙ В 2010 Г.



Источник: АЕВ, оценки НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. ДОЛЯ АВТОМОБИЛЕЙ, ПРОДАННЫХ ПО ПРОГРАММЕ УТИЛИЗАЦИИ



Источник: Автостат, Ведомости

Позитивный опыт применения программы утилизации для легковых машин Правительство РФ планирует применить для грузовых и среднетоннажных коммерческих автомобилей. По предварительному плану, программа будет проводиться в 2012-2014 гг. и затронет автомашины грузоподъемностью от 6 тонн и возрастом более 15 лет. По оценкам главного сторонника этой программы, КАМАЗа, ежегодно в программе будет участвовать до 38 тыс. грузовиков. Для сравнения, их общие продажи в России в 2010 г. составили около 58 тыс. штук (около 47% из этого объема приходилось на продукцию КАМАЗа). Окончательного решения относительно программы утилизации для грузовых автомобилей пока не принято, однако в случае положительного решения главными бенефициарами нового этапа программы станут именно КАМАЗ и ГАЗ, производящие наиболее востребованные среднетоннажные и тяжелые грузовики.

Таким образом, в оценке кредитоспособности компаний российского автомобилестроения фактор поддержки государства остается ключевым. Он обеспечивает основной ресурс для рефинансирования банковских и публичных долгов и является полновесным стимулятором роста продаж, часто перекрывая вклад естественного органического восстановления потребительского спроса.

Вторым по значимости фактором влияния на кредитное качество российских компаний мы считаем сотрудничество с мировыми автопроизводителями. С одной стороны, для российских игроков это означает доступ к новым технологиям и снижение конкурентного давления, с другой – репутационные риски для подобных проектов становятся очень важными, что ценится держателями публичного долга.

Практически все автопроизводители (АвтоВАЗ, ГАЗ, Sollers, ИжАвто) пошли по пути создания альянсов и/или СП, значительно нивелируя операционные риски. Самостоятельное кредитное качество львиной доли российских автопроизводителей и представителей ОПК остается низким, что серьезно ограничивает рыночный доступ данной группы компаний на публичный долговой рынок.

## НЕФТЕХИМИЯ: ИЗВЕСТНЫЕ ИМЕНА И СПЕЦИФИЧНЫЕ РИСКИ

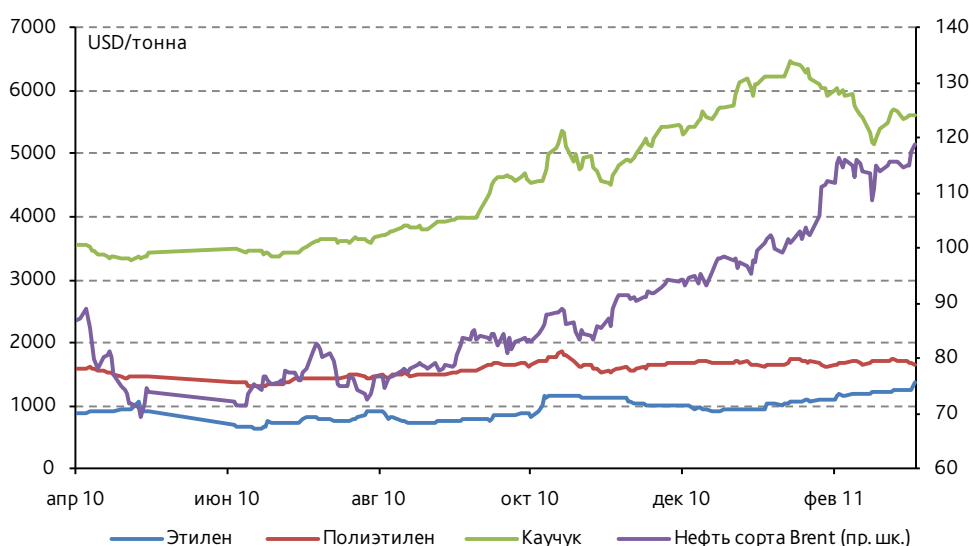
Основным сырьем для производства компаний нефтехимической отрасли являются прямогонный бензин, этан и пропан/бутан, поэтому основное влияние на российских игроков оказывают цены на нефть и природный газ. С этим связаны и возникающие в отрасли риски постепенной либерализации цен на природный газ на внутреннем российском рынке.

Роль российской нефтехимической отрасли в мировом рынке не слишком велика (не более 3% по выпуску этилена), хотя обилие ресурсов (нефти и природного газа) и невысокий уровень маржинальных затрат на переработку создают предпосылки для бурного роста данного сегмента в ближайшие годы.

Крупнейшими производителями синтетических каучуков на российском рынке являются Сибур и НКНХ, на которых совокупно приходится более 70% рынка. Стабильность их финансового положения зависит от крупнейших мировых производителей. В частности, НКНХ экспортирует более 25% производимых каучуков в Китай, поэтому строительство новых нефтехимических мощностей в «Поднебесной» или снижение валового спроса китайских потребителей каучуков может оказать негативное влияние на операционные показатели Сибура и НКНХ.

Третий крупный игрок нефтехимической отрасли – КОС – специализируется на производстве различных видов полиэтиленов (их доля в выручке компании по итогам 2009 г. составила не менее 70%). Главным преимуществом компании является структура ее продаж: на экспорт идет около 30% произведенной продукции, концентрация на внутреннем рынке позволит компании полностью использовать потенциал роста спроса российских потребителей этилена и его производных.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ЦЕН НА ПРОДУКТЫ НЕФТЕХИМИИ



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «Траст»

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Нефтехимическая отрасль на рынке еврооблигаций представлена лишь двумя эмитентами: НКНХ и КОС, причем кредитные истории двух последних связаны с реструктуризациями. Кредитное качество обеих компаний в 2010 г. заметно улучшилось, поэтому мы не сомневаемся в их способности погасить публичный долг. С другой стороны реструктуризационные еврооблигации НКНХ с погашением в 2012 г. можно купить с доходностью лишь около 2.80%, что не слишком привлекательно для эмитента с кредитным рейтингом уровня single-B.

Еврооблигации КОСа также выглядят несколько перекупленными, по причине слишком невысокой ликвидности этих бумаг, а также невыгодного положения облигационеров по отношению к остальным кредиторам компании (Сбербанку и группе ТАИФ).

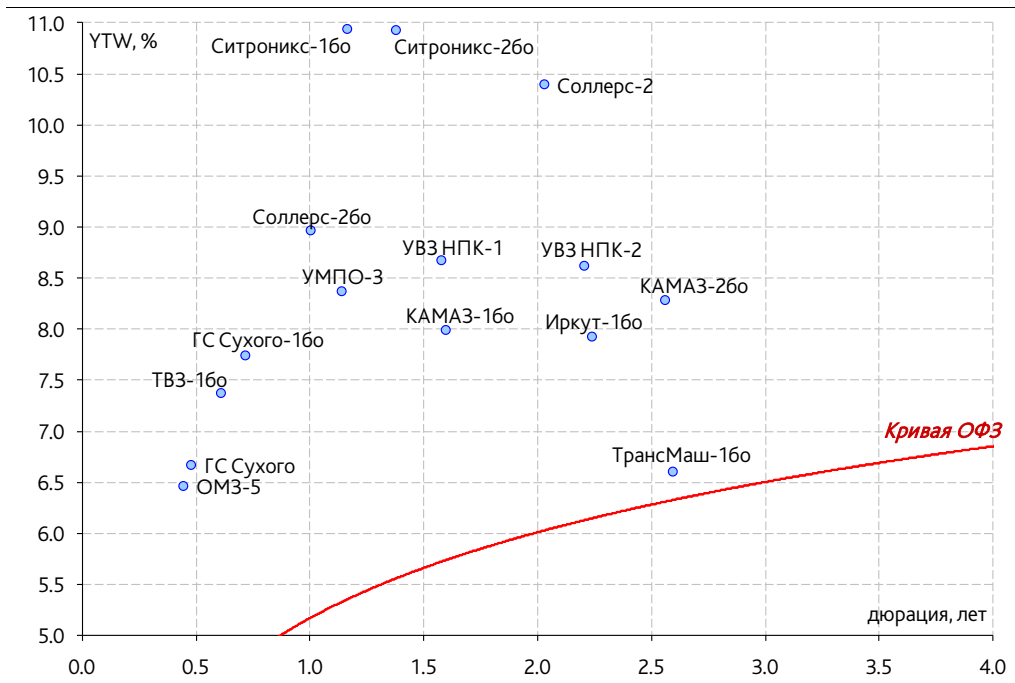
## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Спрос на публичный долг государственных компаний отрасли в 2011 г. будет стабильно высоким, однако на ликвидность выпусков после размещения рассчитывать не приходится, поскольку они преимущественно размещаются среди крупных государственных банков, которые выступают в своеобразной роли участников синдицированного кредита.

На рублевом рынке в секторе машиностроения и промышленности мы выделяем облигации Соллерса, которые предлагают доходность на уровне 9.00% и 10.50% (дюрация 1 и 2 года). Компания продемонстрировала уверенный рост операционных показателей в 2010 г. А новое СП с Ford дает привлекательные перспективы по выпуску более востребованного модельного ряда (по сравнению с моделями Fiat). Репутационные риски для компании возросли еще больше, чем в случае СП с Fiat, поэтому мы не сомневаемся, что компания пройдет оферту в мае 2012 г.

Отдельно отметим публичный долг Ситроникса: даже учитывая двухзначную доходность, предлагаемую его инструментами, кредитные риски компании слишком велики. Без поддержки материнской АФК «Система» операционная деятельность эмитента была бы под угрозой, а ослабление поддержки на данный момент выглядит очень вероятным в свете изменения стратегической модели Системы – с операционной компании на модель инвестиционного фонда.

ДИАГРАММА 5. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ СЕКТОРА МАШИНОСТРОЕНИЕ И ПРОМЫШЛЕННОСТЬ



Источники: ММВБ, расчеты НБ «Траст»

## ХИМИЯ И УДОБРЕНИЯ: В ПОГОНЕ ЗА ДОСТУПОМ К РЕСУРСНОЙ БАЗЕ

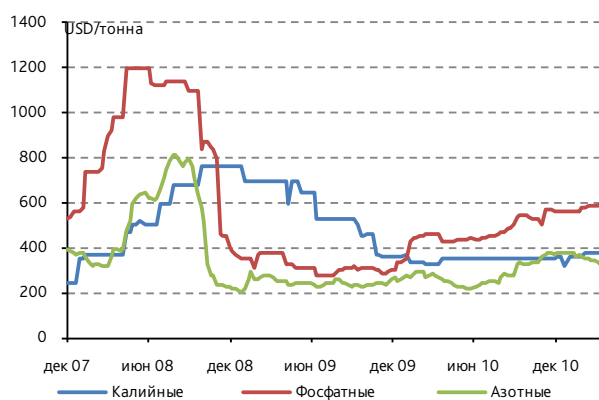
- Производители удобрений, благодаря уверенному росту цен на их продукцию, преимущественно оправились от кризиса.
- Удорожание продовольственных товаров, увеличение спроса на корма со стороны компаний АПК, а также валовый рост потребления продовольствия приведут к росту цен на удобрения, что позитивно скажется на операционных показателях компаний отрасли.
- Наиболее уязвимыми с кредитной точки зрения останутся компании, которые не обеспечены собственным сырьем, а также все производители азотных удобрений.
- Количество эмитентов облигаций в отрасли не слишком велико и ограничивается всего тремя именами, ожидаем нового предложения от существующих игроков уже знакомых компаний, а также от дебютантов на публичном долговом рынке

### ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКАХ УДОБРЕНИЙ

Российские производители удобрений являются одними из наиболее крупных промышленных компаний России, вовлеченных в международные товарные рынки. Российские компании производят все виды основных удобрений, востребованных на международных рынках: азотные, фосфатные и калийные (а также их комбинации). Основными потребителями удобрений являются страны, в которых промышленное земледелие развито особенно широко (США, Бразилия, страны ЕС), а также страны, чьи потребности в продовольствии очень высоки (Китай и Индия).

Большая часть производимых российскими компаниями удобрений продается на внешних рынках, поэтому кризисные события 2008-2009 гг. сказались на операционных показателях российских производителей в полной мере. В этот же момент проявились и основные особенности рынков удобрений: если исторически более волатильные цены на азотные и фосфатные удобрения за короткий промежуток времени резко упали, то калийные – дешевели относительно медленно. В 2010 г. азотные и фосфатные удобрения начали постепенно восстанавливаться, в то время как калийные – сохранили относительную ценовую стабильность.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА МИРОВЫХ ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ ВИДЫ УДОБРЕНИЙ



Источники: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ИНДЕКС ЦЕН ПРОДУКТОВ ПИТАНИЯ CRB FOOD



Источники: Bloomberg

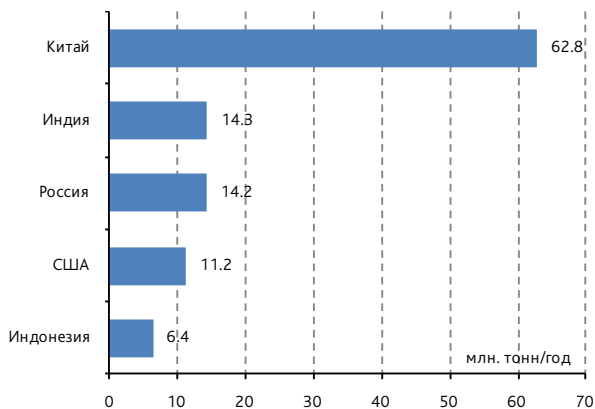
В 2010 г. ситуация на рынках удобрений начала восстанавливаться, чему было несколько причин. Сильные неурожаи в России и на Украине привели к снижению предложения на мировом рынке зерна, что потянуло цены на него вверх. Спрос на зерно продолжает расти, в частности Китай начал импортировать кукурузу для удовлетворения внутреннего спроса. В результате продовольствие за год подорожало почти на 30% и продолжило дорожать в 2011 г. Все эти факторы привели к существенному увеличению спроса на удобрения всех типов, поэтому рост цен на них, по всей видимости, будет наблюдаться еще в течение всего 2011 г.

При некоторой схожести динамики цен на основные удобрения, их рынки в значительной мере отличаются.

**АЗОТНЫЕ УДОБРЕНИЯ**

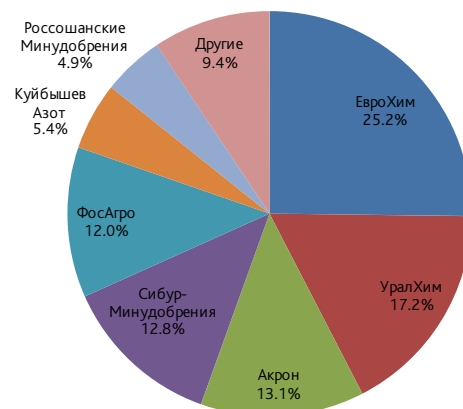
Производство азотных удобрений не требует длительных инвестиций. На строительство завода по выпуску азотных удобрений на уровне greenfield-проекта нужно около 3 лет. Главным фактором, который влияет на себестоимость производства азотных удобрений, является доступность и стоимость природного газа. Из-за того, что внутренние российские цены на газ в последние годы в среднем были в 3 раза ниже, чем в Западной Европе, производство азотных удобрений на российских предприятиях остается прибыльным. Однако в этом кроются и основные риски для российских компаний: правительство планирует либерализовать внутренний рынок природного газа, доведя цены на нем до уровня европейских за вычетом затрат на транспортировку. Таким образом, одно из главных преимуществ российских производителей азотных удобрений будет потеряно. Кроме того, на рынок в скором времени придут новые игроки с Ближнего Востока и Индии, что усилит конкуренцию в отрасли и окажет давление на цены.

ДИАГРАММА 3. УСТАНОВЛЕННЫЕ МОЩНОСТИ ПО ПРОИЗВОДСТВУ АЗОТНЫХ УДОБРЕНИЙ



Источники: ЕвроХим

ДИАГРАММА 4. ОСНОВНЫЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ АЗОТНЫХ УДОБРЕНИЙ В РОССИИ



Источники: УралХим

Российские компании не обладают ресурсной базой для того, чтобы обезопасить себя от роста цен на природный газ, хотя в начале марта 2011 г. менеджмент Акрона обращался к Правительству РФ с просьбой о содействии в приобретении таких активов у государственной Роснефти. Среди компаний-эмитентов облигаций, работающих в отрасли минеральных удобрений, в наибольшей степени от роста цен на природный газ может пострадать ЕвроХим, у которого доля азотного сегмента в EBITDA составляет около 45%, однако этот негативный факт будет в некоторой степени компенсирован за счет сегмента фосфатных удобрений, а также постепенного запуска калийного сегмента в 2013-2014 гг. КуйбышевАзот, у которого доля азотных удобрений в выручке составляет около 37% (около 45% в EBITDA), нацелен на производство продуктов органического синтеза (капролактамы, полиамидные нити и ткани), что позволит ему также сгладить рост цен на газ в среднесрочной перспективе.

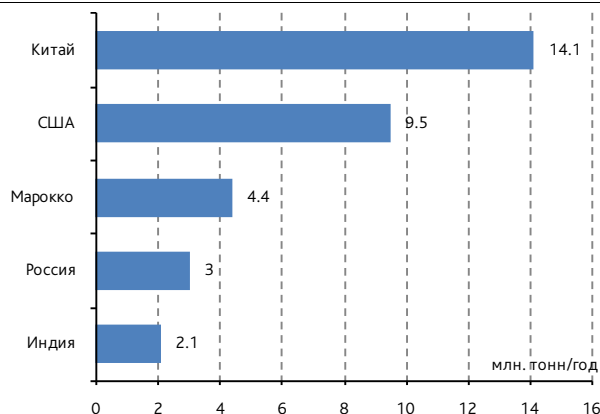
## ФОСФАТНЫЕ УДОБРЕНИЯ

Фосфатные удобрения в чистом виде (одинарные) практически не производятся: их доля в общем объеме выпуска составляет всего около 6-7%. Наиболее часто применяемая форма удобрений, содержащих фосфор, - это аммофос (52% фосфатов, 12% азота), нитроаммофос (15-20% азота, до 24% фосфатов), диаммофос (46% фосфатов, 18% азота) и NPK различных соотношений (обычно по 16% калия, азота и фосфатов), так как для производства фосфатных удобрений обычно необходим аммиак. С этим связано преимущество компаний, объединяющих производство аммиака и непосредственно фосфорных удобрений на одной площадке (Акрон, ЕвроХим).

Отличительной особенностью российского рынка фосфатных удобрений является редкость сырья для их производства – апатитов. Фактически сырьевой базой владеют только ФосАгро (завод «Апатит») и ЕвроХим (Ковдорский ГОК), всем остальным производителям фосфатных и сложных удобрений приходится закупать апатитовый концентрат у Апатита. В России существует только одно крупное разрабатываемое месторождение апатит-нефелиновых руд, располагается оно в Мурманской области. В этом регионе сконцентрированы все существующие производственные мощности компаний-производителей удобрений.

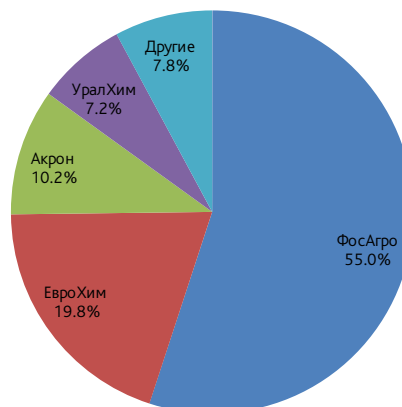
Для строительства мощностей по производству апатитового концентрата с уровня greenfield-проекта необходимо 3-4 года. В частности, Акрон начал разработку участка «Олений ручей» в Мурманской области, ввод которого планируется в 2013 г. Это позволит обезопасить Акрон от роста цен на апатиты и несколько снизить себестоимость производства сложных удобрений.

ДИАГРАММА 5. УСТАНОВЛЕННЫЕ МОЩНОСТИ ПО ПРОИЗВОДСТВУ ФОСФАТНЫХ УДОБРЕНИЙ



Источники: ЕвроХим

ДИАГРАММА 6. ОСНОВНЫЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ ФОСФАТНЫХ УДОБРЕНИЙ В РОССИИ



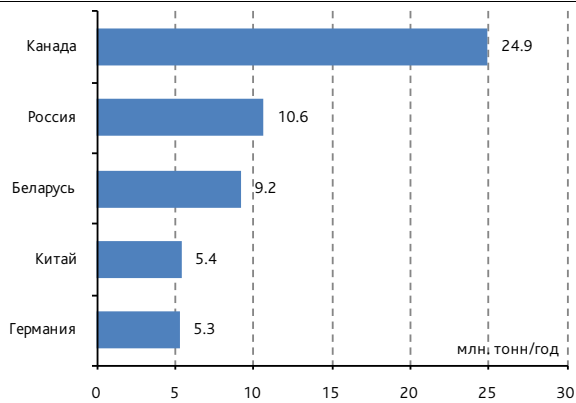
Источники: АзотЭкон, оценки НБ «Траст»

## КАЛИЙНЫЕ УДОБРЕНИЯ

Главная особенность отрасли калийных удобрений – это крайне высокая концентрация месторождений. Более 80% разведанных запасов калийных солей приходится на 4 страны: Канаду (около 45%), Россию (32%), Белоруссию (менее 5%) и Германию (около 4%). С этим связана и значительная концентрация производственных мощностей по разработке калийных месторождений, которая выливается в крайне высокие входные барьеры в отрасль.

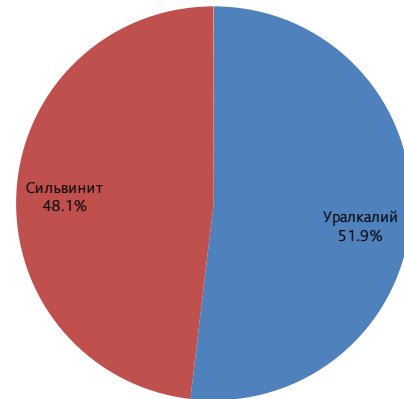
На данный момент в России работают только 2 компании, производящие калийные удобрения – Уралкалий и Сильвинит. Высокая капиталоемкость производства требует и больших временных затрат для начала промышленной разработки месторождений. ЕвроХим, разрабатывающий Гремячинское месторождение, которое находится в Волгоградской области, сможет начать первые поставки калийных удобрений не раньше 2013 г. Акрон, имеющий лицензию на разработку Талицкого участка Верхнекамского месторождения, планирует начать производство калия только к 2018 г.

ДИАГРАММА 7. УСТАНОВЛЕННЫЕ МОЩНОСТИ ПО ПРОИЗВОДСТВУ КАЛИЙНЫХ УДОБРЕНИЙ



Источники: ЕвроХим

ДИАГРАММА 8. ОСНОВНЫЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ КАЛИЙНЫХ УДОБРЕНИЙ В РОССИИ



Источники: УралКалий

В декабре 2010 г. Уралкалий объявил о слиянии со вторым по величине российским игроком рынка калийных удобрений – Сильвинитом. Синергетический эффект от сделки должен быть весьма существенным, так как производственные мощности обеих компаний находятся в непосредственной близости друг от друга, ассортимент производимой продукции фактически одинаков, а структура продаж очень схожа (около 80% выручки – от экспорта, 20% – на внутреннем рынке).

Объединенная компания войдет в тройку крупнейших производителей калийных удобрений в мире с объемом производственных мощностей более 10.6 млн. тонн. Наиболее примечательным преимуществом объединения станет значительное усиление позиций компании на международных рынках, так как на долю подконтрольных Уралкалию и Сильвиниту БКК и IPC & Agrifert S.A. (трейдинговое подразделение Сильвинита) будет приходиться более 40% мировых продаж калийных удобрений. На внутреннем российском рынке объединенный Уралкалий займет монопольное положение. И если сельскохозяйственные потребители калия не должны пострадать, ФАС одобрила слияние при условии фиксации внутренних цен на калий для этого типа потребителей, то крупные промышленные потребители калия окажутся в уязвленном состоянии. Наиболее негативный эффект слияние Уралкалия и Сильвинита окажет на Акрон, который в ближайшие 5-7 лет не сможет ввести в строй собственные калийные производственные мощности. Более того, Правительство неоднократно заявляло о своих планах по либерализации внутреннего калийного рынка. Если это произойдет, а внутренние цены на калийные удобрения в 2 раза ниже, чем мировые, то положение Акрона еще больше ухудшится.

### ЕВРООБЛИГАЦИИ

На рынке еврооблигаций присутствуют только относительно короткие бумаги ЕвроХима, которые при дюрации около одного года предлагают такую же доходность, как и 2-летние евробонды Евраз (около 4.00% годовых). На наш взгляд, евробонды ЕвроХима интересны как инвестиция до погашения.

### РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

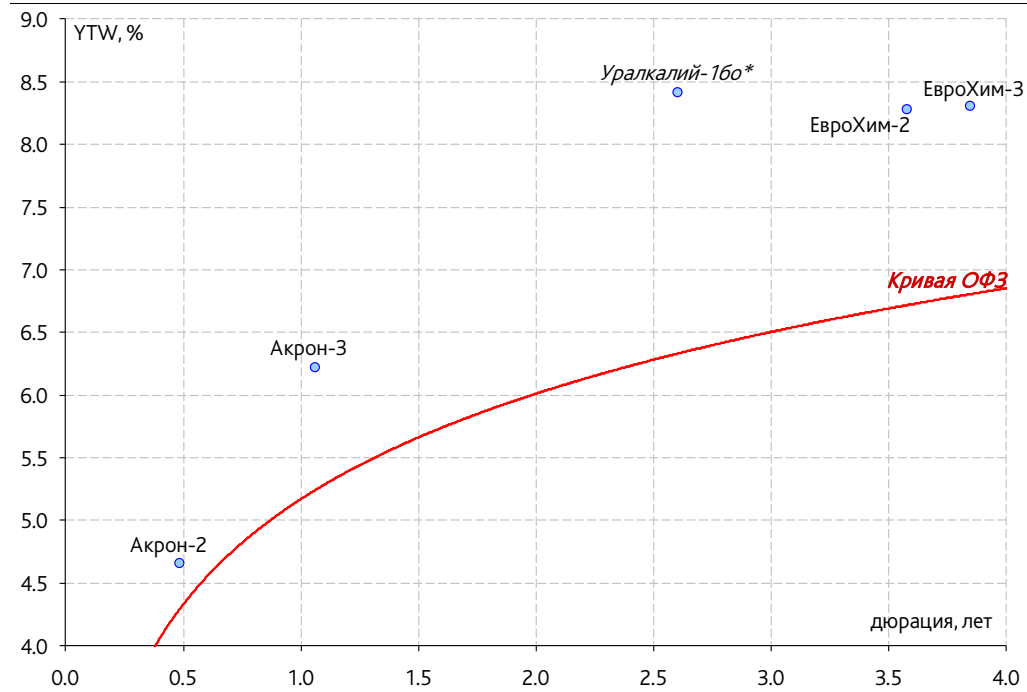
На рублевом рынке облигаций в секторе минеральных удобрений присутствуют только выпуски ЕвроХима, Акрона и Уралкалия. Бумаги последнего во время размещения были выкуплены крупными игроками и, по всей видимости, до окончания слияния с Сильвинитом на вторичный рынок не выйдут.

Длинные рублевые облигации ЕвроХима предлагают премию к кривой ОФЗ в размере около 150 бп, что, на наш взгляд, выглядит справедливо для эмитента с кредитными рейтингами уровня «BB» и долговой нагрузкой в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» на уровне 1.0х.

Более короткие бумаги Акрона, по нашему мнению, торгуются слишком агрессивно, в особенности принимая во внимание неблагоприятные перспективы существенного роста себестоимости его производства.

Потенциально, в 2011 г. на публичный долговой рынок может вернуться КуйбышевАзот, который в начале февраля 2011 г. уже заявлял о планах по привлечению RUB5 млрд. на рынке облигаций.

ДИАГРАММА 9. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ СЕКТОРА МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ



\* Доходность, сложившаяся в ходе размещения

Источники: ММВБ, расчеты НБ «Траст»

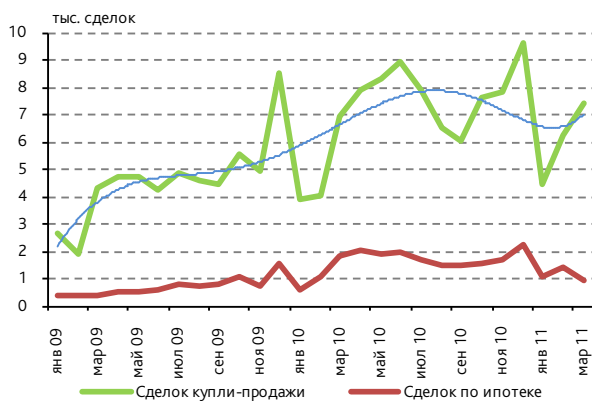
## ДЕВЕЛОПМЕНТ: ОТ КОЛИЧЕСТВА К КАЧЕСТВУ

- Строительный сектор России в 2011 году продолжит постепенное восстановление.
- Цены на рынке недвижимости в 2010 году росли без явных следов пузыря.
- Рыночные ставки медленно, но верно снижаются, привлекая все больше заемщиков.
- Рынок Санкт-Петербурга в кризис оказался более стабильным, чем московский.
- Рынок облигаций для строительных компаний в целом будет закрыт, исключение – знакомые эмитенты.

### РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ РОССИИ

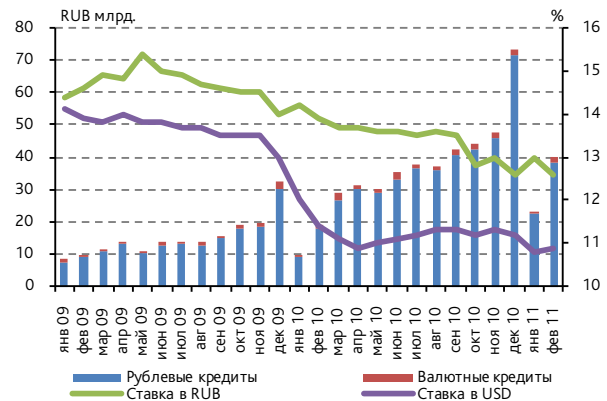
Строительный сектор России постепенно восстанавливается после кризиса. Статистика четко показывает возросший спрос населения на недвижимость. Так, по данным централизованного регистратора – Росреестра, общее число сделок купли-продажи квартир по России за 9М 2010 года составило 1.92 млн., в то время как за весь 2009 год было 1.95 млн., в 2008 – 2.33 млн., а в 2007 – 2.37 млн. По нашему мнению, совокупные данные за прошедший год вполне могут стать рекордными, так как 4 квартал года традиционно является наиболее активным для сектора. Кроме того, возможность нового рекорда косвенно подтверждают и данные по Москве (см. Диаграмму 1): в последние три месяца года наблюдался существенный рост числа сделок.

ДИАГРАММА 1. ЧИСЛО СДЕЛОК КУПЛИ-ПРОДАЖИ КВАРТИР ПО МОСКВЕ, 2009-2011



Источник: Росреестр

ДИАГРАММА 2. ОБЪЕМЫ И СТАВКИ ВЫДАННЫХ В РОССИИ ЖИЛИЩНЫХ КРЕДИТОВ, 2009-2011



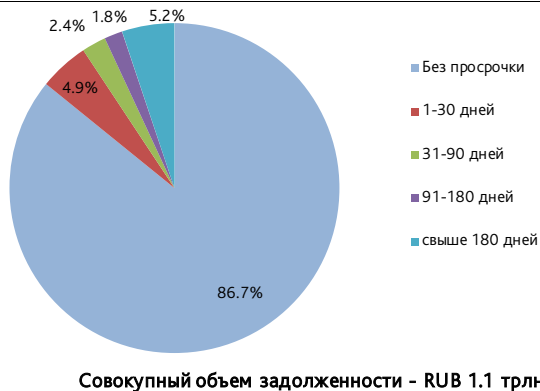
Источник: ЦБ РФ

Растет активность и в ипотечном кредитовании, что существенно для рынка недвижимости, так как доходы среднего россиянина до сих пор существенно ниже необходимого для покупки квартиры минимума. В 2010 году увеличилось не только среднее число сделок по ипотеке (более чем в два раза), но и их доля в общем количестве (в 2009 году составила 15%, в 2010 – 23%, см. Диаграмму 1).

Рост активности полностью подтверждается и данными Центробанка по объему выданных российскими банками жилищных кредитов (см. Диаграмму 2). Всего за 2010 год этот сегмент кредитования вырос в 2.5 раза (RUB418 млрд. против RUB170 млрд. годом ранее), а совокупный портфель выданных жилищных кредитов превысил недавно докризисный уровень и составил на конец 2010 года RUB1.1 трлн. Статистика начала 2011 года также выглядит многообещающе: темпы выдачи ипотеки растут вдвое относительно первых месяцев 2010 года.

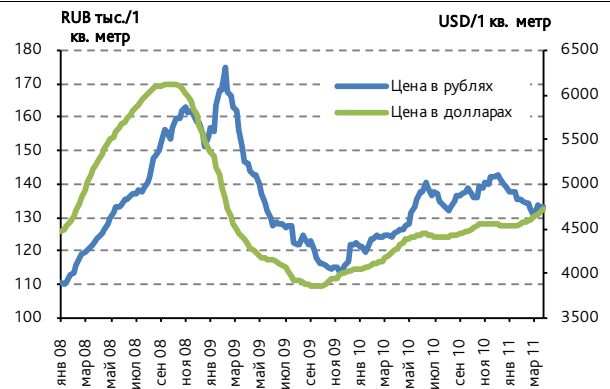
Мы считаем, что 2011 год также будет позитивным для ипотечного рынка за счет продолжающегося снижения ставок по ипотеке (см. Диаграмму 2). С конца 2010 года средняя рублевая ставка находится на близком к докризисному рекорду уровне в 12.4%, который наблюдался весной 2008 года. Ниже 11% опустилась средневзвешенная ставка по валютным кредитам, которые, впрочем, до сих пор не пользуются у населения спросом.

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА ПРОСРОЧЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО ИПОТЕЧНЫМ КРЕДИТАМ, НА 01.02.2011



Источник: ЦБ РФ

ДИАГРАММА 4. СРЕДНИЕ ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ В МОСКВЕ, 2008-2011



Источник: itm.ru

Возможности для роста в последние 2 года во многом, конечно, кроются в поддержке государства. В 2008-2009 гг. государственное Агентство по Ипотечному и Жилищному Кредитованию (АИЖК) оказывало поддержку банкам (в основном небольшим региональным), выкупая у них кредиты и добавляя тем самым ликвидности в систему. Эта мера, а также ряд других (снижение размера первоначального взноса, отмена комиссий) позволили увеличить доступность кредитования для населения.

Отметим, что во втором полугодии 2010 года роль АИЖК в поддержке кредитования постепенно снижается: в частности, доля кредитов, рефинансированных в агентстве, снизилась от общего количества до 13% против 17% в 2009 г. или максимума в 31% - в январе 2010. Это, по мнению АИЖК, свидетельствует об улучшении ситуации с ликвидностью в секторе и об оздоровлении рынка.

Конечно, нельзя говорить о безоговорочно позитивных перспективах строительного рынка. Из сохраняющихся проблем можно выделить:

- Ожидаемое рынком **увеличение процентных ставок**, которое, безусловно, затронет как строительные компании, так и непосредственно покупателей жилой недвижимости;
- **Большую «проблемность» жилищных кредитов**, по сравнению с совокупным банковским кредитным портфелем. На наш взгляд, «сухая» статистика ЦБ, показывающая просрочку по всему кредитному портфелю российских банков в 5.5% при лишь 4% по жилищным кредитам, - неадекватна. В реальности реструктурированные кредиты также играют большую роль. По данным АИЖК в 2009-2010 гг. был реструктурирован каждый седьмой кредит. Особенно высока доля просроченных ипотечных кредитов в иностранной валюте (10.2% против 2.5% по рублевым займам).

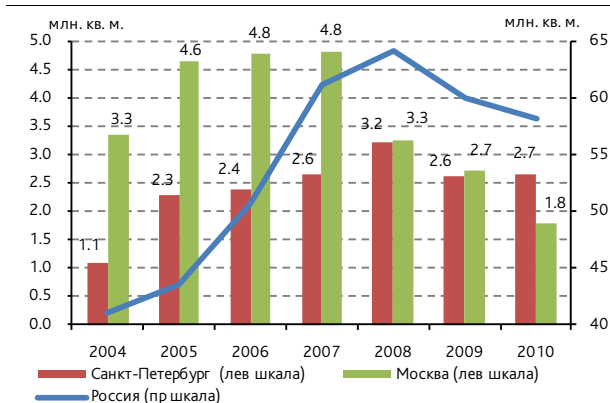
Мы считаем, что невысокий, но стабильный темп роста цен на квартиры в Москве (см. Диаграмму 4) благоприятен для ситуации на рынке. Подчеркнем, что Москва всегда была индикативным показателем инвестиционной составляющей в секторе недвижимости, и тот факт, что в динамике цен отсутствуют сигналы очередного пузыря, скорее всего, не отпугнут покупателей в ближайшие месяцы.

## РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ САНКТ-ПЕТЕРБУРГА

Остановимся чуть подробнее на рынке жилья в Санкт-Петербурге – основном регионе деятельности компаний ЛСР и ЛенСпецСМУ – наиболее известных имен на рынке облигаций. В целом его можно охарактеризовать как более стабильный, чем московский. Об этом свидетельствуют как объемы вводимого жилья (см. Диаграмму 5), так и средние цены на жилье (см. Диаграмму 6). Как мы уже упоминали выше, на московском рынке доля инвестиционного спроса выше, а потому он больше подвержен рыночным колебаниям. Приведем 2 доказывающих это факта:

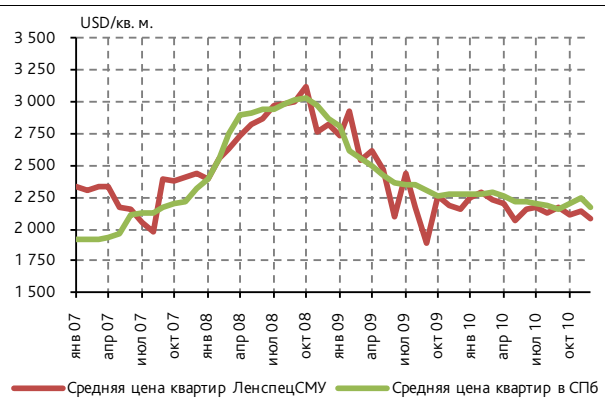
- В 2010 году в Санкт-Петербурге, по данным Росстата, было введено 2.7 млн. кв.м. жилья, то есть впервые больше, чем в Москве (1.8 млн.кв.м.) – см. Диаграмму 5.
- Цены во втором крупнейшем городе России упали с пика примерно на четверть, в то время как в Москве – на треть. С другой стороны, за последний год московские цены уже выросли на 15%, а в Санкт-Петербурге фактически не изменились.

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ ВВОДА ЖИЛЬЯ В РАЗЛИЧНЫХ РЕГИОНАХ



Источник: Росстат

ДИАГРАММА 6. СРЕДНИЕ ЦЕНЫ НА ЖИЛЬЕ В ПЕТЕРБУРГЕ И У ЛЕНСПЕЦСМУ



Источник: данные ЛенСпецСМУ, bn.ru

## КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ ЛСР И ЛЕНСПЕЦСМУ

### ЛЕНСПЕЦСМУ

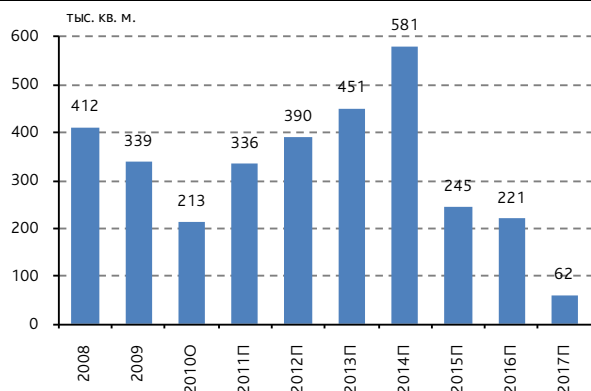
ЛенСпецСМУ – один из крупнейших вертикально интегрированных строительно-промышленных холдингов Санкт-Петербурга. Основные денежные потоки и выручка генерируются за счет строительства, девелопмента и продажи жилой недвижимости среднего и высшего ценового сегментов Санкт-Петербурга. Кроме того, с 2008 года реализуется крупный проект «Изумрудные Холмы» в Подмоскowie (более 1.1 млн. кв.м). Всего на жилую недвижимость приходится порядка 90% консолидированной выручки компании, остальные 10% – коммерческая недвижимость. ЛенСпецСМУ также выступает подрядчиком по ряду крупных промышленных объектов. Сегмент стройматериалов в основном работает для внутренних потребностей холдинга.

Компания была основана в 1987 году под руководством и контролем петербургского предпринимателя Вячеслава Заренкова. Сейчас ему и членам его семьи принадлежит порядка 63% акций, 17% – топ-менеджменту. Остальные бумаги находятся в руках институциональных инвесторов, в том числе 15% было куплено в начале 2008 года фондом Baring Vostok Capital Partners. В марте 2011 года активизировались разговоры о возможном уже в апреле месяце IPO головной компании Etalon Group на Лондонской Фондовой Бирже. В рамках допэмиссии планируется привлечь USD500 млн., возможна продажа небольшой доли и нынешних акционеров.

Кредитная история ЛенСпецСМУ в качестве эмитента – по российским меркам довольно значительна. Мы оцениваем ее как положительную. В 2005 году был размещен первый рублевый выпуск облигаций на RUB1 млрд., в 2007 году – CLN на USD100 млн. В 2006 году был получен рейтинг «В» от S&P, который с тех пор ни разу не понижался и был несколько раз во время кризиса подтвержден агентством. До сих пор ЛенСпецСМУ – единственная российская строительная компания, имеющая рейтинг от S&P.

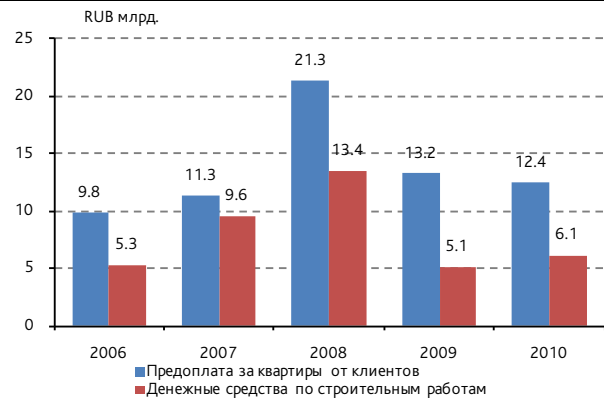
В начале 2009 года, в связи с недостаточным уровнем ликвидности, эмитент вышел к инвесторам с предложением отказаться от оферты по CLN, на что получил согласие. Взамен компания объявила довольно привлекательные, на наш взгляд, условия: ставка была повышена с 9.75% до 12.00%, а погашение выпуска было предложено осуществить шестью ежеквартальными платежами с опережением графика. К августу 2010 года все платежи были своевременно произведены. Отметим, что в марте 2009 года эта реструктуризация стала первой успешной среди российских эмитентов.

ДИАГРАММА 7. ОБЪЕМЫ СТРОИТЕЛЬСТВА ЛЕНСПЕЦСМУ\*, 2008-2017П



\* исходя из имеющихся планов по сдаче в Госкомиссию  
Источник: данные ЛенСпецСМУ

ДИАГРАММА 8. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ЛЕНСПЕЦСМУ, 2006-2010



Источник: данные ЛенСпецСМУ

## ЛСР

Группа ЛСР (далее ЛСР) – также вертикально интегрированный холдинг, в основном специализирующийся на производстве стройматериалов (27% выручки за 2010 г., 20% EBITDA), строительстве и девелопменте недвижимости (67% выручки, 90% EBITDA). Основные регионы деятельности – Санкт-Петербург и Ленинградская область, хотя в последние годы компания расширяет свое географическое присутствие за счет Москвы и Московской области, Екатеринбурга и Украины.

Компания была основана в 1993 году ее главным акционером – сенатором Совета Федерации Андреем Молчановым. Сейчас он контролирует около 62% акций, еще около 11% - принадлежит менеджменту. В 2006 ЛСР провела IPO на Лондонской фондовой бирже, в апреле 2010 года доля публичных акций была увеличена за счет SPO. Всего на данный момент в свободном обращении – 27% акций. Сейчас Группа ЛСР – крупнейшая по капитализации строительная компания России – ее стоимость оценивается рынком в USD4.9 млрд.

Кредитная история ЛСР, как и ЛенСпецСМУ, началась в 2005 году с рублевого выпуска на RUB1 млрд. С тех пор компания выпустила в общей сложности бумаг на RUB17.5 млрд., из которых в обращении находятся выпуски ЛСР-Инвест-2, ЛСР-2, ЛСР БО-1, 2, 3 на RUB13.5 млрд. Что касается публичных заимствований, то компания всегда ограничивалась только рублевыми бумагами. Все оферты и погашения Группа ЛСР проходила без задержек и намеков на проблемы с ликвидностью.

В 2007 году компания получила рейтинг от Moody's, в 2008 – от Fitch (оба на уровне B1/B+), однако в 2009 году они были понижены и сейчас находятся на уровнях «B2/стабильный» и «B/стабильный» соответственно. На наш взгляд, такие действия агентств свидетельствуют о более агрессивной долговой политике ЛСР. Однако тот факт, что в марте 2011 года Fitch (а до этого и Moody's) уже «вернуло» одну ступень рейтинга, подтверждает наше мнение о стабильном кредитном качестве компании.

## ЛСР VS ЛЕНСПЕЦСМУ

Несмотря на то, что обе компании в основном работают на одном и том же рынке Санкт-Петербурга, у них есть существенные различия как в бизнес-моделях, так и в кредитных профилях. Сконцентрируемся на некоторых общих и отличительных чертах компаний:

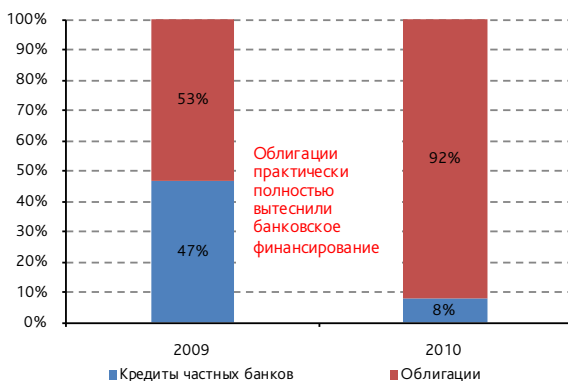
- **Сегменты рынка (разное).** ЛенСпецСМУ, как мы уже упоминали, ориентируется на ценовой сегмент рынка «выше среднего», в то время как ЛСР, скорее, - на «средний и ниже». Большую долю новых проектов ЛСР составляет строительство жилья по госконтрактам. Естественно, они менее прибыльны, но в посткризисный период обеспечили загрузку имеющихся производственных мощностей домостроительных комбинатов группы. Как отмечает сама компания, дивизион «элитная недвижимость» имела рентабельность 49% и 44% в 2009 и 2010 гг. соответственно, в то время как по сегменту «бизнес и эконом-класс» лишь 26% и 19%.

С одной стороны, это добавляет ЛенСпецСМУ преимуществ в плане прибыльности, с другой – дает меньше стабильности, так как динамика цен в кризис свидетельствует о большем относительном спаде в высшем ценовом сегменте.

- **Фактор господдержки (разное).** Компания фактически никогда не пользовалась прямой поддержкой государства. Сама она ориентируется на частных клиентов, доля госбанков в ее источниках финансирования всегда была относительно низка, а сейчас и вовсе равна нулю. ЛСР же, наоборот, пользуется господдержкой как в операционной, так и в финансовой деятельности: доля госбанков на конец 2010 года в долговом портфеле ЛСР составляла около 3/4.
- **Долговая политика (разное).** В данном аспекте ЛенСпецСМУ выглядит привлекательней, так как использует более консервативный подход к долговому финансированию. Долговая нагрузка холдинга сокращается на протяжении всего кризиса: показатель «Долг/ЕБИТДА» за два года (с 30.06.2008) упал с 3.3х до 0.9х, что является сверхконсервативным, по меркам строительной отрасли, уровнем. Кроме того, ЛенСпецСМУ активно использует долговые инструменты с амортизацией, чтобы снизить риски крупных единоразовых погашений. Компания поддерживает уровень ликвидности за счет договоренностей с банками о кредитных лимитах.

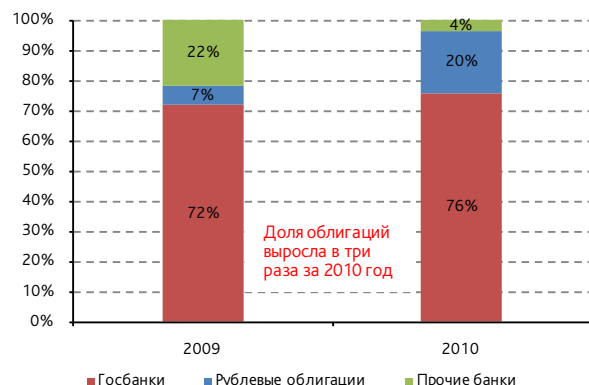
Стратегия ЛСР – более агрессивная. Поддерживая «Долг/ЕБИТДА» на уровне 2.5-3.0х, группа рефинансирует свои долги в госбанках (средства ВЭБ, Сбербанк, ВТБ, РСХБ занимают 76% долгов компании). Однако, как показал кризис, в российских реалиях такая политика может оказаться даже более жизнеспособной: фактически госбанки были единственным источником денежных средств в экономике на протяжении 2008-2009 гг.

ДИАГРАММА 9. СТРУКТУРА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ ЛЕНСПЕЦСМУ



Источник: данные ЛенСпецСМУ

ДИАГРАММА 10. СТРУКТУРА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ ЛСР



Источник: данные ЛСР

- **Географическая диверсификация (общее).** Обе компании постепенно диверсифицируют свой бизнес за счет выхода на рынки других регионов, в первую очередь, конечно, наиболее доходного и потенциально привлекательного – Москвы и Московской области. Так, в 2010 году в Москве ЛСР было продано 18% от всего

жилья по компании (см. Диаграмму 11), а ЛенСпецСМУ прогнозирует, что уже в 2011 году доля Московской области составит около трети всех построенных компанией площадей.

- **Ориентация на публичный долговой рынок (общее).** Диаграммы 9 и 10 четко дают понять, что рынок облигаций – очень важная составляющая для обеих компаний, в большей степени, конечно, для ЛенСпецСМУ. Привлекательные ставки, а также позитивная кредитная история обеих компаний позволяют им привлекать средства инвесторов на выгодных условиях. В свою очередь покупателям таких облигаций нравится соотношение «риск/доходность» ЛСР и ЛенСпецСМУ, что становится очевидным из того факта, что чуть менее чем за год рыночные ставки долгов этих девелоперов снизились более чем вдвое: с около 20% до 10% и ниже.

ДИАГРАММА 11. СТРУКТУРА ПРОДАВАЕМОГО ЖИЛЬЯ ЛСР ПО РЕГИОНАМ

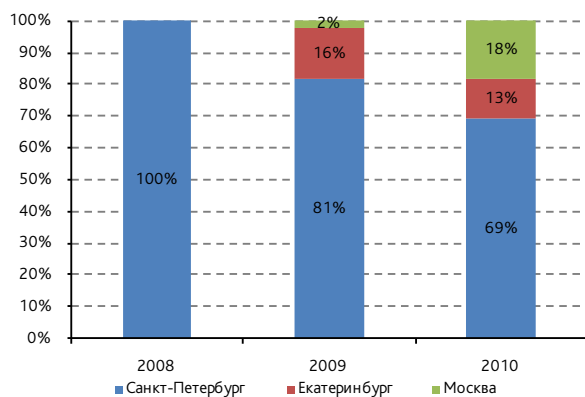
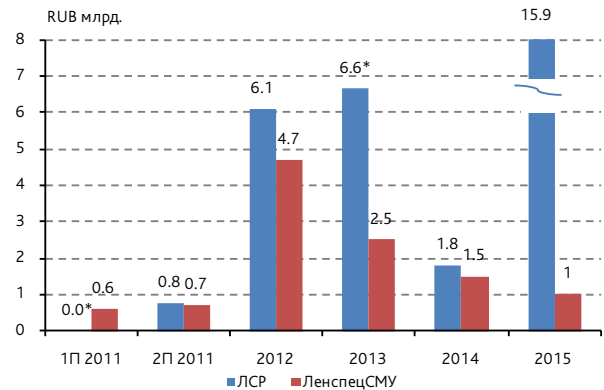


ДИАГРАММА 12. ГРАФИКИ ПОГАШЕНИЙ ДОЛГОВ ЛСР И ЛЕНСПЕКСМУ



Источник: данные ЛСР

\* с учетом прошедшей оферты по выпуску ЛСР-2  
Источник: данные ЛСР, ЛенСпецСМУ, оценки НБ «ТРАСТ»

- **Соразмерные уровни долга.** Условно можно сказать, что ЛенСпецСМУ в три раза меньше, чем ЛСР. Совокупный долг ЛСР составляет RUB31.8 млрд. на конец 2010 года (выручка за 2П 2009-1П 2010: RUB48.2 млрд.), у ЛенСпецСМУ – RUB9.0 млрд. (при соответствующей выручке RUB17.1 млрд.). Таким образом, различия в уровне долга примерно соответствуют разнице в «размерах» компаний. Объем переданного жилья для ЛСР составил 572 тыс. кв.м. против 200 тыс. кв. м для ЛенСпецСМУ.
- **Графики погашений.** Обе компании имеют неплохой задел на 2011 год: их ликвидных средств уже сейчас должно хватить на погашение всего краткосрочного финансового долга. Однако в 2012-2013 гг. компаниям придется рефинансировать или погашать более значительные объемы средств (см. Диаграмму 12). Это, безусловно, представляет некоторый риск, так как общая ситуация в последующие годы может быть не столь благоприятна для строителей, как в текущем году.

Несмотря на соразмерные уровни долга, распределение его по срокам погашения нам кажется более привлекательным в случае с ЛСР. Фактически половина погашений долга приходится на 2015 год или позже. Таким образом, все облигации, которые гасятся до 2015 года, становятся, по сути, «старшим» долгом. Напомним, что, в частности, цементный завод в Ленинградской области, запущенный в ноябре 2010 года, был построен за счет 10-летнего кредита ВЭБа. Вообще, столь длинные кредиты – отличительная особенность ЛСР. Средняя срочность кредитного портфеля ЛСР – свыше 4 лет, в то время как у ЛенСпецСМУ не превышает 2.7 лет.

## ОБЛИГАЦИИ СТРОИТЕЛЬНОГО СЕКТОРА

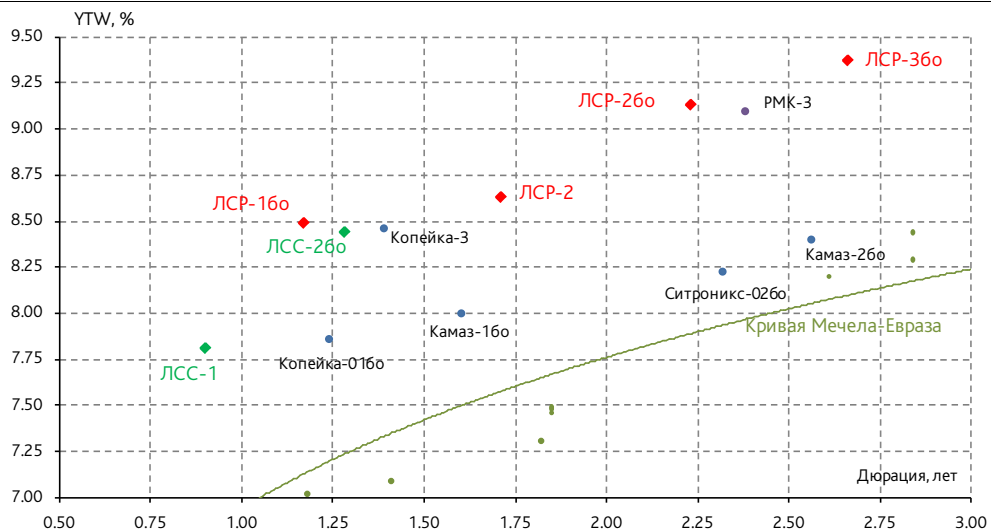
На рублевом облигационном рынке сектор «Строительство и недвижимость» представлен более чем 40 эмитентами, общая капитализация выпусков которых составляет почти RUB100 млрд. Однако подавляющее число выпусков не являются интересными для инвесторов либо потому, что выпускались еще до кризиса и с тех пор потеряли какую-либо ликвидность, либо выпускались неизвестными эмитентами и с самого начала предназначались для выкупа банками-организаторами размещений.

Из более-менее торгуемых имен (в это понятие мы вкладываем такие минимальные требования, как средневзвешенный оборот торгов от RUB1 млн., наличие стакана заявок со спредами не больше 50 бп и «живыми» заявками) можно назвать лишь Группу ЛСР, ЛенСпецСМУ, Росводоканал, Стройтрансгаз и СУ-155. Последние три имени, впрочем, непривлекательны по текущим уровням доходности. **РВК-3** (УТР 8.40%) торгуется на одном уровне с бумагами Евраз, Мечела и прочих гораздо более прозрачных и понятных компаний. **СУ-155 3** (УТМ 16.00%) стабильно в последние полтора года торгуется по 98-99% от номинала и, скорее всего, на таких же уровнях «доживет» до погашения через год. Новостной фон по компании практически отсутствует, за исключением недавнего примера о возможном банкротстве компании, обрушившем бумаги на 3-4 п.п. **Стройтрансгаз-2** (УТМ 15.20%), вполне вероятно, до погашения в июле 2012 года вернется к номиналу с текущих 93%, однако небольшие объемы и нестабильное поведение выпуска вряд ли заинтересуют инвесторов.

В то же время бумаги ЛСР и ЛенСпецСМУ кажутся нам более-менее привлекательными. Компании лучше других преодолели кризис и показали себя с лучшей стороны по отношению к участникам рынка. В связи с этим мы считаем, что обе компании можно причислить к эмитентам «крепкого третьего» эшелона. Об этом же говорят и рейтинги компаний на уровне «В2/В». Мы считаем, что спред бумаг ЛСР и ЛенСпецСМУ в 100-130 бп относительно кривой бумаг Мечела и Евраз все еще выглядит интересно. Мы считаем, что в условиях сильно сжавшихся спредов в первом и втором эшелонах, крепкий третий вполне заслуживает премии в 70-100 бп к бумагам компаний с рейтингами «В1/В+», таким образом, сохраняя некоторый потенциал к росту.

Мы не ждем активного появления новых имен девелоперов на облигационном рынке в 2011 году: вряд ли инвесторы захотят покупать незнакомые риски сектора, который вызывает отторжение после ряда банкротств. Хотя к погашению/офертам в этом году подойдут выпуски примерно на RUB40 млрд., вряд ли их рефинансирование окажется замеченным инвесторами. Мы не исключаем, что на рынок выйдут (и возможно не раз) те же ЛСР (зарегистрированы выпуски на RUB6.5 млрд.) и ЛенСпецСМУ (RUB3 млрд.). Последняя компания, к слову, недавно довольно дешево разместила свои CLN на USD150 млн.

ДИАГРАММА 13. СРАВНЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ 3-ГО ЭШЕЛОНА



Источник: ММВБ

## МЕДИА И РЕКЛАМА: ПОТЕНЦИАЛ У РЫНКА ЕСТЬ, БУДУТ И ОБЛИГАЦИИ

- Рынок медиауслуг и рекламы в России молод и бурно развивается по основным направлениям деятельности: распространение киноконента, кинопрокат, продажа рекламы на радио, телевидении, в печатных СМИ и в интернете.
- Позитивную динамику показателей в кризисный 2009 год демонстрировали продажа рекламы через интернет, распространение киноконента и кинопоказ. Остальные сегменты в 2010 году практически вернулись к докризисным объемам рынков.
- Российский медиарынок в разы отстает по объемам от развивающихся и развитых стран, что обуславливает одни из наиболее высоких темпов роста в 2011-2012 гг.
- На долговом рынке сектор «Медиа» представлен бумагами ПрофМедиа, которые в текущих условиях мы находим довольно привлекательными. Мы ожидаем нового предложения публичного долга от других участников рынка по мере роста масштабов бизнеса.

На рынке медиауслуг можно выделить следующие основные сегменты деятельности: кинопоказ, распространение медиаконента и продажу рекламы. Все сферы являются для российского рынка молодыми и прогрессивными и пока сильно отстают по объемам от развитых и развивающихся стран, что обуславливает высокий потенциал дальнейшего роста как в количественном, так и в качественном выражении.

### РЫНОК РЕКЛАМЫ

Российский рынок рекламы растет динамичными темпами. Он включает в себя предоставление рекламных услуг посредством следующих основных каналов: телевидение, радио, печатные СМИ, интернет и наружная реклама. Объем рынка рекламы в денежном эквиваленте в разы отстает от рынков других развивающихся и развитых стран, что транслируется в значительный потенциал роста.

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА РЫНКА РЕКЛАМЫ ПО СЕГМЕНТАМ

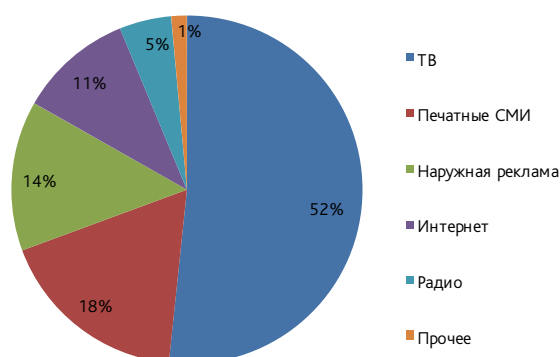
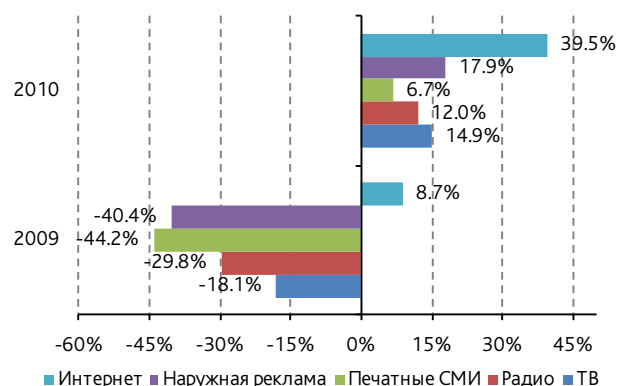


ДИАГРАММА 2. ПРИРОСТ РЫНКА РЕКЛАМЫ ПО ОСНОВНЫМ НАПРАВЛЕНИЯМ В 2009-2010



Источник: АКАР, НБ «Траст»

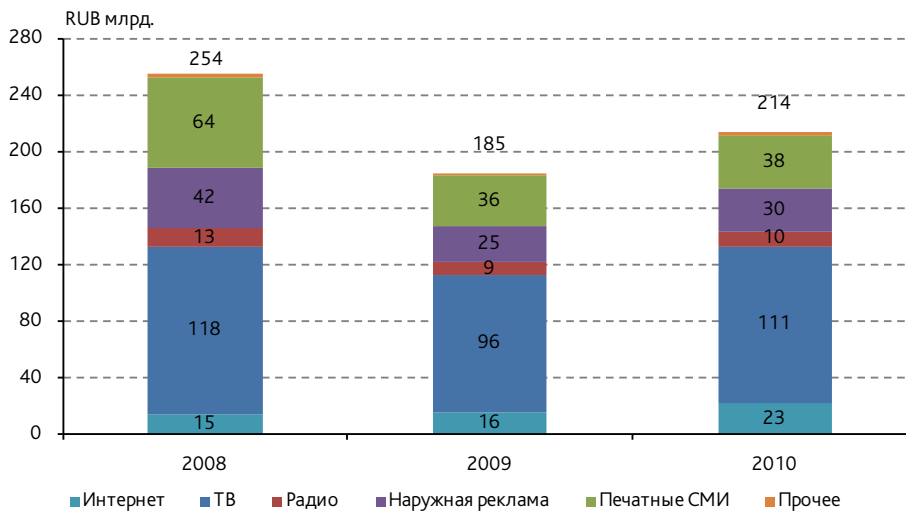
Источник: АКАР, НБ «Траст»

По оценкам Всемирного центра исследований в сфере рекламы (WARC), в 2011 г. в России ожидаются одни из самых высоких темпов роста затрат на рекламу на уровне 17% - против 4.6% в среднем для 12 ключевых рынков развивающихся и развитых стран. При этом наиболее высокие темпы прогнозируются для всех стран БРИК: в Индии +18.5%, Китае +12.5%, Бразилии +11%. Основным катализатором роста выступит Интернет, телевидение и наружная реклама, тогда как реклама в печатных изданиях уступает по темпам наиболее быстрорастущим сегментам.

Вплоть до кризиса 2008 г национальный рынок рекламы демонстрировал позитивную динамику показателей, а в 2009 году, по данным Ассоциации Коммуникационных Агентств России (АКАР), он сжался практически на треть. За 2010 год объём продажи рекламы успешно восстановил темпы роста, увеличившись на 16% до RUB214 млрд. При этом по некоторым направлениям деятельности рекламный рынок заметно превзошел докризисные показатели (см. Диаграмму 3). Впрочем, ключевым сегментам еще предстоит нарастить обороты, и мы рассчитываем увидеть в 2011 году существенную позитивную динамику.

Ниже мы рассмотрим наиболее интересные тенденции в основных сегментах рекламного рынка.

ДИАГРАММА 3. ДИНАМИКА ОБЪЁМА РЫНКА РЕКЛАМЫ ПО ОСНОВНЫМ СЕКТОРАМ В 2008-2010 ГГ.



\*Без учета НДС

Источник: АКАР, НБ «Траст»

### РЕКЛАМА НА ТЕЛЕВИДЕНИИ

По данным АКАР, российский рынок ТВ рекламы стабильно занимает долю рынка в 50-60% (см. Диаграмму 1) от всей рекламной выручки против около 30-40% в развитых странах Западной Европы (включает эфирные и кабельные телеканалы). В то же время показатель СРТ (стоимость рекламы на 1000 человек потенциальной аудитории) для телевидения в России также в разы отстает от аналогичных показателей в развитых странах. Поэтому, с одной стороны, мы ожидаем роста выручки за счет более высоких тарифов для рекламодателей. С другой стороны, прогнозируем опережающий рост инновационных сегментов медиарынка, что ограничит увеличение доли телевизионной рекламы в совокупной выручке многопрофильных игроков.

В целом выручка от телевизионной рекламы менее зависима от внешней среды, в отличие от других направлений. Так, в 2009 объём ТВ рекламы сократился только на 18% против 30-40% для остальных сегментов. При этом в 2010 году прирост объёмов рекламы в денежном выражении составил 15%. В 2011 году мы ожидаем более позитивной динамики, сопоставимой с докризисными темпами прироста в 20-30% (CAGR в 2006-2008 гг., по данным АКАР).

Интересно, что наиболее стойко кризис пережил сегмент кабельно-спутникового телевидения, который продемонстрировал прирост в 13-14% в 2009 году. Однако его доля в совокупной телевизионной рекламе занимает менее 2%, поэтому отчасти рост объясняется увеличением числа пользователей и значительным образом не влияет на совокупную динамику сегмента.

Стоит отметить, что на протяжении 2001-2009 гг. аудитория более крупных телеканалов (ОРТ, НТВ, Россия1, ТНТ, СТС) снизилась на 1-2 п.п. до 66% в совокупности и перераспределась в пользу менее крупных развлекательных каналов, доля каждого из которых не превышает 5% рынка. Аналогичные структурные сдвиги продемонстрировала и

структура рекламной выручки. Так, за 2007-2009 гг. доля рекламных бюджетов федеральных телеканалов (ОРТ, НТВ, Россия) сократилась на 6-7 п.п. до 56.5%, в то время как доли сетевых (СТС, ТНТ, Рен ТВ) и специализированных эфирных (ТВ 3, Домашний, MTV, ТВ Центр и др.) выросли на 2-5 п.п.

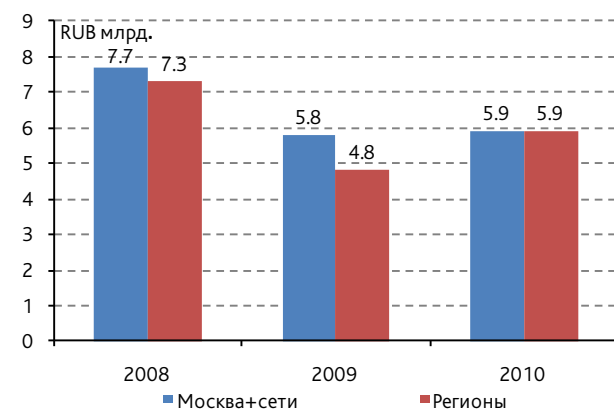
## РАДИО

В 2010 году российский рынок радиорекламы продемонстрировал прирост в 12% до RUB10.3 млрд., по оценкам АКАР (См. Диаграмму 2). Безусловно, темпы восстановления рынка отстают от темпов развития рекламного бизнеса в других направлениях, однако позитивная динамика объёма наблюдалась впервые с 2007 года, поэтому 2010 год можно считать успешным для отрасли.

Отметим и географическое перераспределение сил между двумя основными сегментами радиорынка. Исторически сегмент «Москва+сети», т.е. вещание на станции столицы, региона и на центральные города сетей, был лидером как по объёму рынка, так и по темпам роста, но в 2010 году региональный сегмент, который включает в себя локальные блоки радиостанций, сгенерировал больший объём средств от продажи рекламы, чем сравнял свои позиции (см. Диаграмму 6).

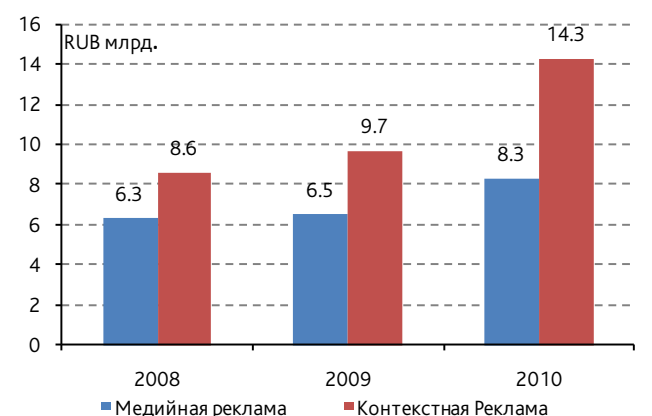
Подчеркнем, что региональный рынок демонстрировал позитивную динамику на протяжении всего 2010 года (+20-25% ежеквартально). Сетевой сегмент при этом в 1П 2010 снижался, а в конце года демонстрировал лишь незначительный рост. Мы полагаем, что сетевой сегмент продолжит последовательно восстанавливать деятельность в 2011 году, что позволит ему отыграть потерянную долю рынка.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ОБЪЁМА РАДИОРЕКЛАМЫ ПО РЕГИОНАМ



\*С учетом НДС  
Источник: АКАР, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА ОБЪЁМА РЕКЛАМЫ ЧЕРЕЗ ИНТЕРНЕТ ПО ТИПУ



\*Без учета НДС  
Источник: АКАР, НБ «Траст»

## ИНТЕРНЕТ

Рынок интернет-рекламы, будучи менее затратным для рекламодателей, является единственным сегментом, который в кризисный 2009 год продемонстрировал рост (+9%). А в 2010 году он существенно опередил по темпам прироста (+40%) другие сегменты рекламного бизнеса. Отметим, что объём интернет-рекламы начал расти опережающими темпами с 2007-2008 гг. Так, в 2008 году темпы прироста превысили сегмент радиорынка и практически догнали наружную рекламу.

В итоге с 2007 года доля интернет-рекламы практически удвоилась до 11% (см. Диаграмму 1) от продажи всей рекламы, или RUB 22.6 млрд. Впрочем, данный сегмент все еще существенно отстает от других направлений медиарынка. Для сравнения: в некоторых развитых странах объём рынка интернет-рекламы приближается к объёму телевизионного рекламного рынка. Поэтому, по мере развития интернета в регионах и мобильного интернета мы ожидаем увеличения проникновения всемирной сети в потребительскую аудиторию России и рассчитываем на опережающие темпы роста сегмента и впредь.

Важно отметить, что быстрый рост рынка был обусловлен в первую очередь активизацией контекстной рекламы, как массового продукта для рекламодателей. Её оборот в 2010 году вырос в 1.5 раза и достиг RUB14.3 млрд. (63% во всем рынке интернет-рекламы в 2010 году, по данным АКАР).

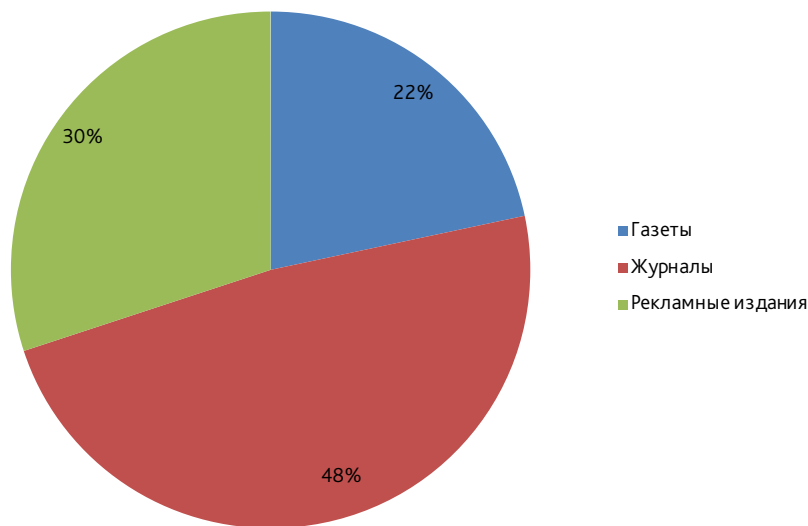
Основным игроком на рынке контекстной рекламы выступает «Яндекс.Директ». Остальной объём делят между собой системы «Бегун» и Google AdWords. Напомним, что «Бегун» входит в холдинг «ПроФМедиа».

Наибольшее распространение контекстная реклама получает в регионах, где доля откликов на нее за последние три года практически удвоилась – до 43% в 2010 году. По объёмам рынка вся интернет-реклама также преобладает в регионах, на Москву и Санкт-Петербург приходится меньше трети. Региональное количество пользователей интернет-рекламы в разы превосходит центральные города, к тому же уровень конкуренции за аудиторию там существенно ниже. Это обуславливает дальнейший спрос на продукт и позитивную динамику оборотов.

## ПЕЧАТНЫЕ СМИ

По данным АКАР, объём рекламы в печатных СМИ в 2010 году относительно других сегментов медиарынка рос медленнее (+6.7%). В то же время в 2009 году сегмент продемонстрировал максимальное сокращение бизнеса – практически в 2 раза. В 2011 году мы ожидаем прироста на рынке рекламы в печати, однако не рассчитываем на опережающие другие сегменты темпы.

ДИАГРАММА 6. СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ПЕЧАТНЫХ ИЗДАНИЙ В 2010



Источник: АКАР, НБ «Траст»

В 2010 году быстрее всего увеличивался рынок продажи рекламы в газетах (+12.3%), нежели в журналах (+7.0%) и рекламных изданиях (+1.8%). Мы связываем это с продолжающейся экономией затрат на рекламу в 2010 году для большинства рекламодателей. Об этом также свидетельствуют более быстрый, чем у газет, спад рекламной выручки у дорогостоящих гляцевых и специализированных изданий (на 17 п.п. и 9 п.п. соответственно).

Рынок характеризуется высоким уровнем конкуренции и сегментированности, что обуславливает большое количество игроков (ряд принадлежащих группе Gazprom-Media изданий - Караван, «7 Дней» и т.д., Профмедиа - Афиша, Афиша Еда и пр., National Media Group - Известия, Media 3 - Аргументы и Факты и др.).

Отметим, что большинство печатных изданий (например, Ведомости, Коммерсант, Афиша) все активнее развивают электронные версии продуктов, которые приносят все больший объём доходов в совокупной выручке от рекламы. Так, по данным ПроФМедиа, в 2009 году около 19% всей выручки проекта «Афиша» пришлось именно на сегмент онлайн, что

вполне сопоставимо со структурой доходов иностранных развлекательных печатных изданий, где доля интернет-изданий составляет 5-20%.

## КИНОТЕАТРЫ И РАСПРОСТРАНЕНИЕ КИНОКОНТЕНТА

### КИНОПРОКАТ

Кинотеатры являются интересным видом бизнеса как с позиции акционерного, так и с позиции долгового рынка капитала. С одной стороны, сегмент кинопроката обладает высоким потенциалом развития, с другой – бизнес-модель кинотеатров предполагает слабую зависимость от волатильности кассовых сборов – этот риск перекладывается на правообладателя. Иными словами, в случае низкого спроса на фильм со стороны зрителей, киносеть не понесет затраты на лицензию показа фильма, а недополучит прибыль. К тому же до 50% выручки кинотеатров составляет доход от продажи еды и напитков.

Российский рынок кинотеатров, как и большинство сегментов медиарынка, существенно отстает по показателям от развитых стран. В частности, покрытие кинозалами населения в России в 2-3 раза ниже, чем в Европе и в 4-5 раз ниже, чем в США. Для российских регионов этот разрыв еще более заметен.

Динамика рынка кинопроката демонстрирует позитивную динамику, сохраняя положительные приросты даже в кризисный период. По данным «Невафильм Research», количество кинозалов в России увеличивалось в среднем на 20-30% с 2004 по 2009 гг. В 2009 году прирост составил около 12%, а в 1П 2010 – около 5%. При этом количество открываемых кинозалов в кризисный период осталось стабильным (+280-290 – в 2009 г.).

Важной тенденцией последних лет является рост числа кинотеатров и кинозалов в торгово-развлекательных центрах: к концу 2009 г. 52% всех кинозалов располагалось на территории крупных ТРЦ. В крупных городах (Москва, Санкт-Петербург, города-миллионники) уже около 70-80% залов находятся в торгово-развлекательных центрах.

На данный момент около 2/3 всего рынка представлены кинотеатрами с 1-2 залами. В то время как миниплексы и мультиплексы (объединение более трех кинозалов) занимают большую долю рынка по количеству залов (68%), что вполне логично. Мы рассчитываем на опережающий рост именно многозальных помещений, поскольку это является более эффективным вариантом развития бизнеса для операторов кинопоказа. Ведущие игроки рынка («Каро Фильм», «Формула Кино» и другие) еще в 2009 начали последовательно переводить 1-2-зальные кинотеатры на договора франшизы, снимая их со своих балансов.

Отметим и активный рост цифровых кинозалов (+262 экрана за 2009 год), где основную роль играет приобретающее популярность кино в формате 3D (в 2009 до 99.4% цифровых залов в России имеют опцию показа 3D-фильмов). В 2011 году мы ожидаем дальнейшего роста доли цифровых залов, и 3D в частности, как более маржинального и востребованного сегмента.

На начало марта 2011 года лидером на рынке кинопроката является сеть «Каро Фильм», которая располагает 32 кинотеатрами и 168 кинозалами. В то же время «Синема Парк» (ПрофМедиа) опережает по количеству цифровых залов на 13 экранов (19 кинотеатров, 160 залов). В тройку крупнейших также входит сеть «Киномакс» (26 и 119 соответственно). Отметим также, что недавно Синема Парк объявила о планируемом приобретении кинотеатров «Kinostar» (6 кинотеатров с 75 залами), что позволит занять лидирующие позиции среди киносетей по количеству кинозалов.

### РАСПРОСТРАНЕНИЕ КИНОКОНТЕНТА

Доходы компаний-дистрибьюторов киноконтента последовательно растут, невзирая на кризис. Так, по итогам 2009 года прирост выручки российских компаний составил около 27%. Преимущество данного бизнеса как раз и заключается в том, что генерация денежных потоков вовсе необязательно требует текущих инвестиций, а обеспечивается за счет ранее созданной базы контента. Именно поэтому в 2009 году, прирост копий в прокате составил только 3-4%, в то время как годами ранее он превышал 30-40%.

Сегмент кинопроката представлен значительным количеством участников. Выделим основные категории:

- Представительства иностранных студий, которые напрямую занимаются распространением киноконента на российском рынке («Universal Pictures International», «Walt Disney Sony Pictures Releasing» и др.);
- Российские представители иностранных кинопроизводителей («Каро Премьер», «Централ Партнершип»);
- Отечественные кинопроизводители;
- Компании-дистрибьюторы, ориентированные на массовые фильмы («Централ Партнершип», «West» «Наше кино», «Каропрокат» и прочие);
- Кинопрокатчики, нацеленные на узкий спектр контента («Кино без границ», «Ruscico», «Панорама» и т.д.).

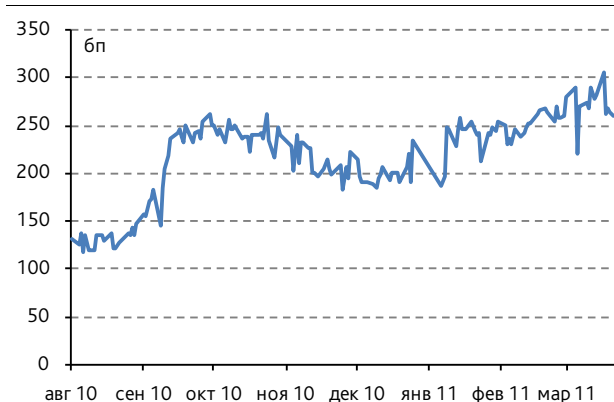
Крупнейшим дистрибьютором в России, по данным Невафильм, является компания «Централ Партнершип», которая занимает около 26.5% от кассовых сборов и 11% от всех релизов по данным на июль 2010. Также в тройку крупнейших входят «20 век Фокс СНГ» (21.8% и 5.5%) и «Walt Disney Russia» (15.9% и 5.5%).

### ОБЛИГАЦИИ МЕДИАКОМПАНИЙ

На текущий момент из компаний, оперирующих на российском рынке медиа и рекламы, на публичном долговом рынке представлены ПрофМедиа и РБК.

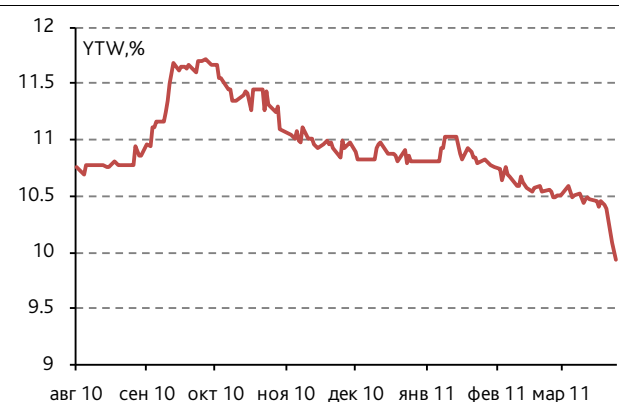
ПрофМедиа является крупнейшим и наиболее диверсифицированным российским медиахолдингом и включает в себя производство и распространение фильмового контента («Централ Партнершип»), кинотеатры («Синема Парк»), радио (АвтоРадио, 101.ru), интернет (Lenta.ru, Begun, Rambler), печатные СМИ (Афиша, Большой город) и телевидение (2x2, MTV, ТВ 3). Холдинг принадлежит группе «Интеррос», контролируемой г-ном Потаниным, что обуславливает значительный потенциал поддержки со стороны акционеров. Высокая диверсификация и наличие в структуре бизнеса дистрибьютора киноконента позволяет поддерживать положительные операционные денежные потоки и высокий уровень рентабельности (25-40%), что было успешно продемонстрировано в кризисный 2009 год. Отметим, что холдинг обладает комфортным уровнем долговой нагрузки (Чистый Долг/ЕБИТДА составил 1.8x по итогам 1П 2010).

ДИАГРАММА 7. СПРЕД ПРОФМЕДИА – МЕЧЕЛ БО-3



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

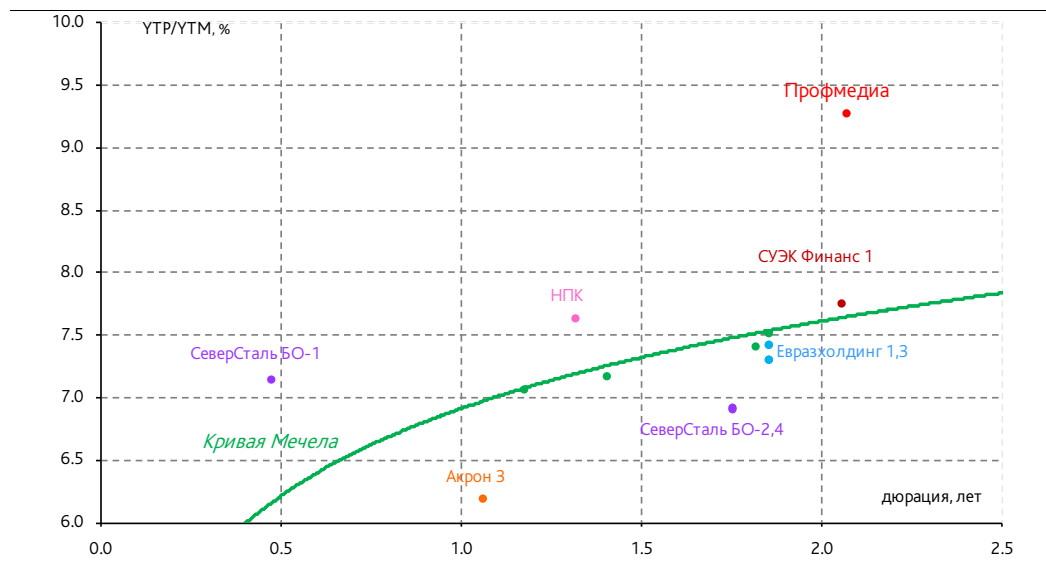
ДИАГРАММА 8. ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ПРОФМЕДИА



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

У ПрофМедиа на текущий момент в обращении находится один выпуск, который торгуется с доходностью YTP 10.40% к оферте летом 2013 года. Мы считаем привлекательным кредитный риск компании из сопоставимых с ней по рейтингу участников рынка. На наш взгляд, бумаги эмитента недооценены рынком и обладают потенциалом сужения спреда к выпускам организаций с аналогичными кредитными рейтингами. Справедливое значение доходности по облигациям ПрофМедиа мы видим на уровне не выше 9.50-10.00% годовых.

ДИАГРАММА 9. ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ПРОФМЕДИА И СОПОСТАВИМЫХ ПО РЕЙТИНГУ БУМАГ



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

Другим представителем медиарынка на рублевых рынке облигаций является компания РБК, которая ведет свой бизнес в качестве информационного агентства (печатные СМИ, электронные ресурсы и ТВ). Эмитент неоднократно допускал дефолты по облигациям в 2009 году. Держателям тогда были предложены жесткие условия реструктуризации, при этом частично облигации были перевыпущены в 5-летние и 8-летние выпуски. В конце мая 2010 года 51% акций приобрела группа «Онэксим» г-на Прохорова. За эмитентом закрепилась негативная репутация, что отражают котировки малоликвидных выпусков на уровне 40-70% от номинала.

Мы рассчитываем, что по мере развития медиарынка его участники будут более активно прибегать к публичным займам, поскольку по мере роста масштабов бизнеса необходимы большие объемы средств для финансирования. К тому же в секторе нередки затратные M&A сделки. Напомним, что до кризиса компании медиарынка не раз прибегали к займам на публичном долговом рынке (в частности, АиФ, Концерн «Каро», Русская МедиаГруппа). В настоящее время медиакомпании идут по пути привлечения средств для развития на рынках акционерного капитала, но последующий рост бизнеса, консолидационные процессы и, что немаловажно, рост информационной прозрачности ключевых игроков должен привести их на публичный долговой рынок.

Сфера деятельности компаний зависит от динамики спроса и располагаемых доходов потребителей, которые демонстрируют рост на уровне 4% за год. Мы рассчитываем на сохранение позитивной динамики показателей и впредь, что в свою очередь положительно скажется и на рынке медиауслуг.

С кредитной точки зрения мы отдаем предпочтение компаниям, которые оперируют на рынке киноконента и кинопоказа, а также в сфере онлайн-рекламы и платного телевидения. Контент видится нам наиболее стабильным нематериальным активом, не требуя текущих инвестиций для генерации положительных денежных потоков. Кинопрокат в большей степени зависит от текущего уровня доходов населения, однако основные риски перекладываются на кинопроизводителей, что также делает сегмент относительно устойчивым. На рынке рекламы при прочих равных более кредитоспособными мы считаем компании, которые предлагают услуги на активно растущих сегментах (телевидение и интернет), нежели на радио и в печатных изданиях.

К наиболее крупным участникам российского рынка медиауслуг мы относим Gazprom-Media, ПрофМедиа, «СТС Медиа» и Национальную Медиа Группу (НМГ). Холдинг Gazprom-Media оперирует на тех же направлениях деятельности, что и «ПрофМедиа», и имеет в 2 раза больший объем бизнеса (RUB34.1 млрд. против RUB16.1 млрд. у ПрофМедиа). СТС Медиа с выручкой RUB16.0 млрд. и НМГ с выручкой RUB14.0 млрд. – по масштабам бизнеса сопоставимы с ПрофМедиа.

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Департамент макроэкономики и стратегии

### Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

### Департамент кредитного анализа

### Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и OBB3  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.