



Стратегия долгового рынка 2011 г. Легких денег не будет



© INFINITY – www.fotolia.com, 2010

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

Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00, доб. 2 14 26
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru

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

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

На наш взгляд, 2011 год будет не очень простым как для рынка внешнего долга, так и для рублевых облигаций. Есть основания полагать, что при нынешнем уровне спредов и номинальных процентных ставок более существенный потенциал можно найти на фондовом рынке, а не на долговом. Тем не менее это не означает, что на долговом рынке совсем не будет никаких возможностей. Просто для того, чтобы ими воспользоваться, вероятно, потребуется быстрая реакция на изменения рыночной конъюнктуры и чуть больше удачи при поиске наилучших моментов для формирования позиций.

«Танго над пропастью» – наилучшее выражение, характеризующее нынешнюю ситуацию на рынке российских еврооблигаций. В целом наши прогнозы по рынку внешнего долга благоприятны, но эти ожидания основаны не на оценке российского потенциала, который мы знаем и понимаем, а на нашем мнении относительно состояния мировых рынков, в отношении которых есть куда меньше уверенности.

Два ключевых фактора, которые определяют динамику спредов и ставок на рынке внешнего долга в последние два года – это рынок казначейских облигаций США и мировой фондовый рынок. Кредитным качеством российских эмитентов при оценке риска и доходности инвестирования в локальные евробонды можно практически пренебречь. В краткосрочной перспективе инвесторы кредитное качество игнорируют (что доказывает перманентная недооцененность российских облигаций относительно долгов других развивающихся рынков). В долгосрочной перспективе кредитное качество российских эмитентов эволюционирует вслед за аппетитом к риску на мировых рынках (и соответственно, вслед за ценами на товарных рынках).

В целом мы придерживаемся позитивного взгляда и на рынок казначейских облигаций США, и на мировые фондовые рынки; соответственно, согласно нашему базовому прогнозу, котировки российских евробондов в 2011 году будут расти, а спреды – сужаться. Наш базовый ориентир по выпуску Russia30 подразумевает спред к UST10 на уровне 120 б. п. при цене 122% от номинала на конец 2011 года. Тем не менее список рисков к этому прогнозу настолько внушительен (см. «Взгляд на глобальные рынки»), что покупка еврооблигаций превращается в настоящую прогулку по минному полю.

«Больше сила – больше ответственность» – на наш взгляд, именно так можно сформулировать главную тему рынка рублевых облигаций в 2011 году. Центральный банк все дальше продвигается по пути меньшего контроля над курсом рубля и большего – над процентными ставками. Однако как ЦБ распорядится вновь обретенной силой – вот главная интрига года.

На наш взгляд, сочетание растущих инфляционных рисков, роста кредитования и отсутствия интереса глобальных финансовых игроков к России позволяют ЦБ начать повышение процентных ставок и поднять их к середине 2011 года в общей сложности на 2,5 п. п. от минимумов (5% по депозитам овернайт и 7,5% по прямому РЕПО). Тем не менее велик риск, что ЦБ вместо этого предпочтет неявное таргетирование рубля через поддержание на внутреннем рынке заведомо заниженных процентных ставок, не соответствующих темпам инфляции. Выбор ЦБ решит судьбу рынка рублевых облигаций в 2011 году.

Мы предполагаем, что в начале 2011 года рынок рублевых облигаций будет оставаться под давлением из-за ожиданий дальнейшего ужесточения политики ЦБ после первого повышения депозитных ставок на заседании его руководства 24 декабря 2010 года. В худшем случае мы ожидаем рост доходности рублевых облигаций на 2 п. п. в коротком сегменте кривой и на 0,7–1,0 п. п. – в длинном. При этом момент, когда в отношении дальнейших действий ЦБ появится ясность, может стать лучшей точкой для входа в рынок. В дальнейшем, в отсутствие внешних потрясений, мы ожидаем стабильности кривых доходности на новых уровнях.

Отметим некоторые инструменты, на которые стоит обратить внимание в 2011 году. На внутреннем долговом рынке нам по-прежнему нравятся фундаментально недооцененные бумаги **Евраз**, высокодоходные выпуски частных розничных банков (**КБ «Ренессанс Капитал»**, **КБ «Восточный»**), а также рублевые еврооблигации **РусГидро**. В еврооблигациях в качестве чуть более доходной альтернативы суверенным кредитным рискам мы рассматриваем бумаги крупнейших заемщиков с рейтингами инвестиционного уровня: **Газпрома**, **Лукойла**, **ТНК-ВР**, **Сбербанка** и **ВТБ** (подробнее см. «Взгляд на сектора»).



Содержание

Взгляд на глобальные рынки: обилие денег при дефиците идей	4
«Количественное смягчение»: действие лучше бездействия	5
Курс юаня: Великий китайский размен	6
Инфляция или дефляция?	7
Еврозона — ключевой риск	9
Товарные рынки: куда дальше?	11
Доходность UST: вероятен ли японский сценарий?	13
Россия и развивающиеся рынки: возможно ли размежевание?	13
Может ли ситуация измениться в 2011 году?	14
Российские еврооблигации: танго над пропастью	15
В кильватере американского рынка	15
Базовый сценарий для российского кредитного спреда	16
Риски повсюду	16
Спреды по корпоративным евробондам — игра сделана	17
Рублевый долг: больше сила — больше ответственность	19
Курс рубля — укрепление при ассиметричных рисках	19
Процентная политика ЦБ: повышение ставок с оглядкой на счет движения капитала	22
Факторы неопределенности: цены на нефть и счет капитала	23
План «Б» для ЦБ: Турция или Бразилия	24
Займы Минфина: быть или не быть?	24
План «Б» для Минфина: эмиссионное финансирование или более высокие ставки	25
Формы кривых и уровень ставок на локальном долговом рынке	26
Спреды по первому эшелону могут расшириться	28
Взгляд на сектора	30
Нефтегазовая отрасль	30
Металлургия и добывающая отрасль	32
Телекоммуникации	34
Электроэнергетика	35
Транспорт	38
Банки	39



Взгляд на глобальные рынки: обилие денег при дефиците идей

Пытаясь оценить, с чем рынкам придется столкнуться в 2011 году, мы вынуждены исходить из того, что мир все еще переживает период высокой неопределенности. Перед глобальной экономикой по-прежнему стоит ряд серьезных вызовов и нерешенных проблем, разобраться с которыми не удастся без длительной и кропотливой работы и тесного сотрудничества в рамках «Большой двадцатки». Среди ключевых проблем и противоречий мировой экономики можно отметить:

- ▶ несоответствие между интернациональным статусом доллара и «домашней» направленностью американской денежно-кредитной политики;
- ▶ глобальные дисбалансы и негибкость курса юаня;
- ▶ неопределенность инфляционных прогнозов в США и еврозоне;
- ▶ долговые проблемы европейских стран;
- ▶ волатильность товарных рынков;
- ▶ вероятность перегрева и образования «пузырей» на ряде развивающихся рынков.

Государства явно не способны согласованно отвечать на эти вызовы, поэтому мы полагаем, что финансовые рынки в будущем году будут существовать в условиях, характеризующихся тремя основными свойствами:

- ▶ обилие ликвидности и низкие процентные ставки по основным валютам;
- ▶ дефицит инвестиционных идей в условиях анемичного глобального экономического роста;
- ▶ высокие риски инвестирования, вытекающие из нерешенности ключевых мировых экономических проблем.

Согласно нашему базовому сценарию, ФРС продолжит количественное смягчение, базовая процентная ставка останется близкой к нулю на фоне невысоких темпов экономического роста в США, цены на нефть будут плавно расти (до 100 долл./барр.). Доходность 10-летней казначейской ноты снизится до 2,0–2,5% годовых, при этом продолжится приток средств на развивающиеся рынки.

Риски для выполнения этого сценария довольно серьезны, однако мы не исключаем, что даже в случае его реализации рынки могут переживать частые и болезненные коррекции.

Среди основных рисков для выполнения нашего сценария отметим:

- ▶ возможное усугубление проблем еврозоны;
- ▶ непредвиденный рост инфляционных рисков в США и в Европе;
- ▶ резкое укрепление курса юаня;
- ▶ снижение доверия инвесторов к доллару и американским казначейским обязательствам;
- ▶ перегрев и рост инфляционных рисков в Китае и ряде других стран с развивающейся экономикой.

Мы ожидаем, что Россия в указанных условиях останется «нелюбимой сестрой» на развивающихся рынках, хотя в целом они продолжат привлекать деньги инвесторов. В условиях дефицита идей российские активы продолжат следовать за общим аппетитом к риску, по-прежнему отставая от активов других развивающихся рынков.

В то же время, в целом, мы рассчитываем на то, что курс рубля в будущем году будет укрепляться, а российские акции и облигации имеют шанс пережить свой звездный час, если оправдаются наши ожидания относительно цены на нефть.

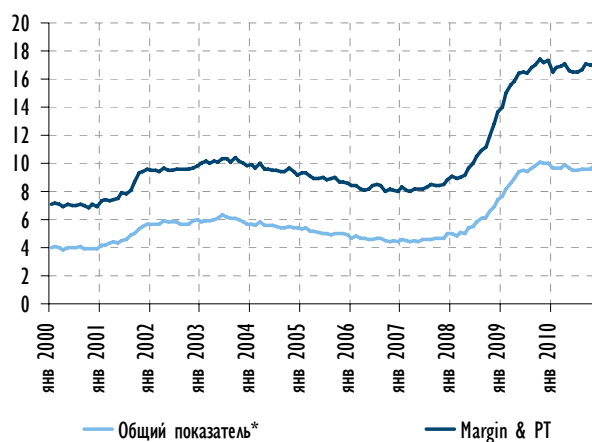


«Количественное смягчение»: действие лучше бездействия

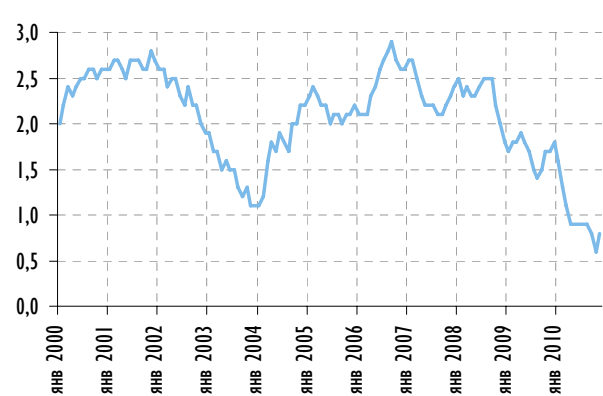
Принятие второй программы «количественного смягчения» (QE) ФРС США в ноябре 2010 г. стало самым критикуемым ее действием за последние годы. Заявленная скупка долгосрочных казначейских облигаций США в объеме 600 млрд долл. и сроком действия до середины 2011 года подверглась осуждению как официальными представителями Германии, Китая, Бразилии и России, так и рядом политиков и экономистов внутри страны. Несмотря на это, мы полагаем, что ФРС продолжит скупать КО США в 2011 году, и, более того, не исключено, что во 2-м полугодии мы услышим о QE-3, или же нынешняя программа QE будет продлена или расширена в оперативном порядке.

Американская экономика по-прежнему не демонстрирует динамичного восстановления, несмотря на то что Национальное бюро экономических исследований уже объявило об окончании рецессии. В особенности это касается двух важнейших показателей, о которых, согласно мандату Конгресса, обязана заботиться ФРС – инфляция и занятость.

Уровень безработицы, %



Динамика базового индекса потребительских цен, %



*сезонно скорректированный

Источник: Bloomberg

Источник: Bloomberg

Базовая инфляция продолжает замедляться и в годовом исчислении упала ниже 1,0%, угрожая дефляционными рисками, наличие которых идет вразрез с целью ФРС поддерживать ценовую стабильность.

Уровень безработицы с середины 2009 года держится чуть ниже 10%, а с учетом лиц, отчаявшихся найти работу, а потому выбывших из числа трудовых ресурсов, а также тех, кто работает неполный день, но хотел бы работать на полную ставку, показатель (на графике – «Margin & PT») колеблется в районе 17%. Таким образом, вторая цель ФРС – поддержание максимально возможной занятости при условии стабильности цен – также не достигается.

Поскольку ФРС далека от выполнения законодательно возложенных на нее задач, вероятно, она использует все доступные инструменты стимулирования экономики, невзирая на критику и их ограниченную эффективность. Бездействие в данной ситуации, на наш взгляд, идет вразрез с официальным мандатом ФРС, и за пассивность ведомство Бернанке будет подвергнуто еще большей критике.

Мы не исключаем, что ФРС продолжит поиск других путей выхода из образовавшейся «ловушки ликвидности». Традиционные и даже такие нетрадиционные меры стимулирования как QE, имеют ограниченную эффективность в условиях, когда спрос на кредиты в экономике остается низким. Меры фискального стимулирования, которые, возможно, оказались бы эффективнее, остаются вне зоны влияния ФРС и едва ли будут широко использоваться в условиях, когда в мире растет озабоченность по поводу высокой долговой нагрузки развитых стран. При этом продление налоговых льгот времен президентства Джорджа Буша-мл., на наш взгляд, мера недостаточная для того чтобы радикально переломить ситуацию в американской экономике. Вероятно, ФРС будет внимательно изучать возможность применения таких дополнительных стимулирующих мер как таргетирование уровня цен или номинального ВВП.



Мы не думаем, что ФРС поддастся давлению политических сил (как внутренних, так и внешних) и откажется от своих планов в отношении QE. Независимость регулятора от политической повестки дня является краеугольным камнем, на котором зиждется его репутация и доверие к нему рынков и экономических агентов. Напомним, в 80-х годах большому политическому давлению подвергался Пол Волкер из-за его жесткой денежно-кредитной политики, которая привела к росту безработицы. Тогда руководство ФРС не поддавалось нажиму, и наградой ему стало радикальное снижение инфляции, которое заложило основы экономического благополучия последующих лет. Сейчас ФРС подвергается нападкам за излишне мягкую денежно-кредитную политику, но поддаваться давлению политиков было бы такой же ошибкой, как и тогда.

В то же время возможна ситуация, когда ФРС откажется от планов в связи с изменением экономических прогнозов. Источником этих изменений может стать серьезное улучшение экономической статистики, непредвиденный рост базовой инфляции, значительная ревальвация курса юаня. Об этом подробнее дальше.

Курс юаня: Великий китайский размен

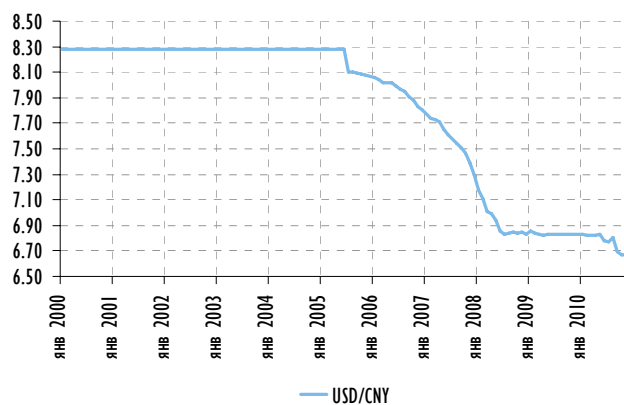
«Количественное смягчение», равно как и другие меры, предпринимаемые странами «Большой семерки», вряд ли сможет радикально улучшить перспективы экономики развитых стран.

Глубинные причины нынешнего кризиса – структурные проблемы, возникшие как проявление глобальных дисбалансов. Следствием этих дисбалансов стала перегруженность долгом правительств и населения развитых стран, переориентация их экономик на потребление и сферу услуг, миграция материального производства в Азию. Обратной стороной этих дисбалансов являются избыточные внешнеторговые профициты, заниженные валютные курсы и колоссальные валютные резервы в азиатских экономиках – прежде всего, в Китае.

В таких условиях эффективность дальнейшего стимулирования роста в рамках западной потребительской экономической модели представляется низкой. Потребитель проходит через этап «делевериджинга» и стремится избегать увеличения долговой нагрузки. Стимулирование путем наращивания госдолга также имеет явные ограничения, которые сейчас в полной мере проявляют себя в Европе.

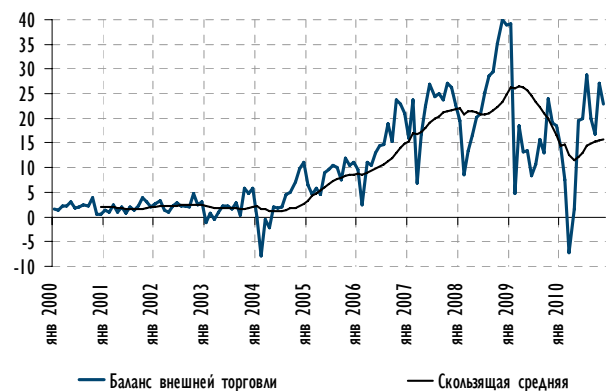
В фокусе всех противоречий находится Китай. Власти страны позволили курсу юаня с июня 2005 г. по июнь 2008 г. укрепиться примерно на 18%, а затем, в период с мая по ноябрь 2010 г., – еще чуть менее чем на 2%. Но этого укрепления совершенно недостаточно для того чтобы снизить ценовую привлекательность китайских товаров. В результате с начала 2007 г. по ноябрь 2010 г. среднемесячный профицит торгового баланса Китая изменяется в пределах 15–25 млрд долл. и не демонстрирует явной тенденции к снижению, а скорее, движется вслед за колебаниями спроса на мировых рынках.

Курс юаня к доллару США



Источник: Bloomberg

Месячный торговый баланс Китая, млрд долл.



Источник: Bloomberg



То, что курс юаня привязан к доллару, никак не позволяет США и другим развитым странам повысить свою промышленную конкурентоспособность монетарными и рыночными методами, что загоняет их в ловушку потребительской модели роста, которая себя уже исчерпала и «сдувается» в условиях «делевериджинга».

Нежелание Китая ревальвировать юань в сочетании с кризисом потребительской модели роста обрекает развитые страны на долгие годы экономической стагнации и сверхмягкой денежно-кредитной политики. Это центральный сценарий наших прогнозов на следующий год.

Тем не менее сохраняется небольшой, но все же отличный от нуля, шанс, что Китай сделает в ближайшее время то, чего от него так хочет западный мир: скорректирует профицитный торговый счет при помощи существенного укрепления национальной валюты.

Причины, которые могут подвигнуть Китай согласиться на этот шаг, следующие:

- ▶ Экспортно-ориентированная модель роста крайне чувствительна к внешнему спросу на национальную продукцию. В этом плане стагнация американского потребительского спроса невыгодна Китаю едва ли не больше, чем самим американцам. Модель роста, основанная на внутреннем спросе, куда более устойчива в долгосрочной перспективе.
- ▶ Привязка юаня к американскому доллару является одной из ключевых причин, заставляющих США накачивать экономику деньгами. Избыточная американская ликвидность затем возвращается в виде притока спекулятивного капитала на азиатские рынки и угрожает ростом инфляции и образованием финансовых «пузырей», которые в конечном итоге также могут уничтожить нынешнюю китайскую экономическую модель.

Главным аргументом против либерализации курса юаня выступает невозможность быстрыми темпами создать внутренний спрос, который бы позволил заместить экспорт в качестве драйвера экономического роста. Существует риск роста социальной напряженности, если ревальвация юаня приведет к кризису экспортных отраслей и к экономическому спаду. Кроме того, Китай опасается повторить судьбу Японии, национальная валюта которой сильно укрепилась по результатам договоренностей, достигнутых в нью-йоркском отеле «Плаза». От этого японская экономика, по мнению некоторых экономистов, не может оправиться до сих пор.

И хотя сейчас шансы на то, что США и Китаю удастся договориться и «разменять» ужесточение денежно-кредитной политики на ревальвацию юаня, представляются нам крайне низкими, переговоры в ближайший год, несомненно, продолжатся, и нельзя исключать того, что когда-нибудь они увенчаются успехом.

Возможная либерализация курса юаня – один из факторов неопределенности для прогнозов на 2011 г. и последующие годы. Реализация этого сценария сулит мировым рынкам новые потрясения, которые могут заключаться в следующем:

- ▶ увеличение глобального инфляционного давления в мире на фоне резкого удорожания китайской продукции;
- ▶ ужесточение денежно-кредитной политики и начало изъятия избыточной ликвидности ФРС, повышение ставок другими центральными банками;
- ▶ резкий рост процентных ставок в США и Европе;
- ▶ отток капитала с развивающихся рынков;
- ▶ вероятное укрепление доллара по отношению к евро.

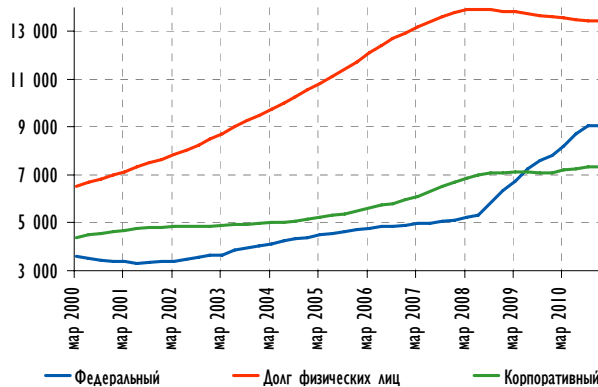
Инфляция или дефляция?

Пожалуй, самый актуальный вопрос последнего и, вероятно, следующего года. Многие опасаются, что QE в США создает инфляционную угрозу, однако текущие данные свидетельствуют о том, что пока более актуальной проблемой является дефляция.



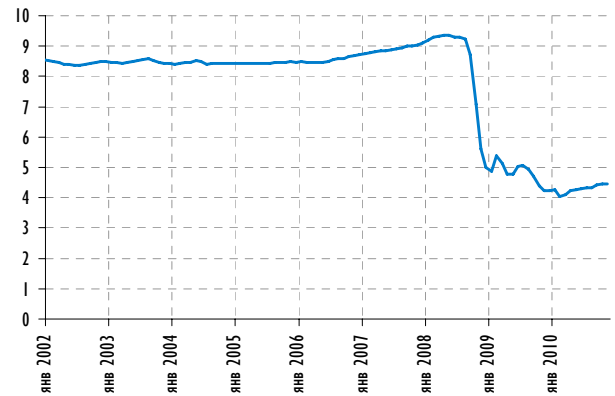
Кредитование в США стагнирует на фоне низкого спроса на кредиты со стороны населения, которое предпочитает наращивать сбережения и избавляться от долга в условиях, когда плохая конъюнктура рынка труда создает чувство незащищенности. Спрос на кредиты со стороны корпораций также низок на фоне неуверенности руководства в устойчивости спроса на продукцию, осторожных инвестиционных планов и рекордных запасов ликвидности на балансах.

Структура американского долга в динамике, млрд долл.



Источник: Bloomberg

Банковский мультипликатор США

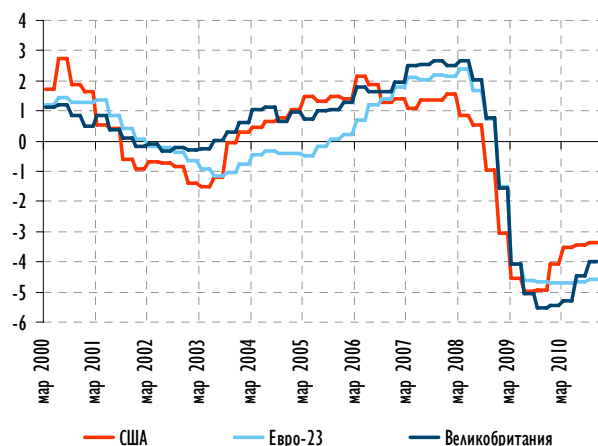


Источник: Bloomberg

В условиях стагнации кредитования передаточный механизм между первичными деньгами, которые создает ФРС, и реальной экономикой работает плохо, поэтому программы QE США в краткосрочной перспективе создают инфляционную угрозу скорее для развивающихся рынков, куда уходят «горячие деньги», а не для самих Штатов.

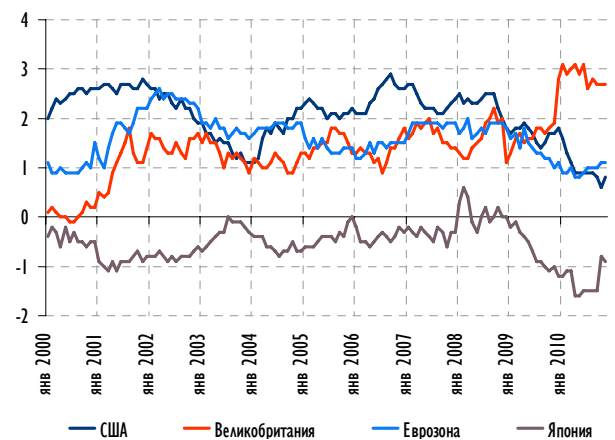
Дополнительным мощным антиинфляционным фактором является избыток свободных ресурсов в американской экономике (производственных мощностей, кадров), который препятствует распространению инфляционных тенденций. Этот избыток отражает показатель разрыва ВВП («output gap»), который демонстрирует, насколько реальные темпы роста ВВП отличаются от потенциальных. По оценкам ОЭСР, в 3-м кв. 2010 г. реальные темпы роста ВВП США были меньше потенциальных на 3 п. п. При столь сильной недогрузке мощностей в экономике инфляционному давлению чрезвычайно тяжело возникнуть.

Разрыв ВВП в развитых странах, ОЭСР, п. п.



Источник: Bloomberg

Базовая инфляция в развитых странах, %



Источник: Bloomberg



Стагнирующее кредитование и низкая загрузка мощностей в той или иной степени характерны для большинства развитых стран, которые также подвержены дефляционной угрозе.

Тем не менее не все с инфляционной картиной в развитых странах так просто. Например, рост базовой инфляции в Великобритании, хоть и не слишком существенный, явным образом выбивается из общей картины. При этом отрицательный разрыв ВВП в Великобритании больше, чем в США или в среднем по еврозоне. В этой связи пример Великобритании является поучительным предупреждением, показывающим, что инфляционное давление может возникнуть и в условиях экономической стагнации. Мы будем внимательно отслеживать ситуацию в стране.

Как может проявиться в США инфляционное давление в течение ближайших 1,5–2 лет? На наш взгляд, возможных путей три.

- ▶ Первый путь – банальный, предполагает радикальное улучшение ситуации в американской экономике, которая приведет к росту занятости и инфляционного давления. Реализация этого сценария на горизонте ближайшего года не кажется нам вероятной.
- ▶ Второй путь проникновения инфляции мы уже обсуждали выше – через ревальвацию юаня и удорожание китайских товаров. Реализацию данного сценария в течение ближайших 12–18 месяцев нельзя исключать, однако мы не считаем его основным.
- ▶ Третий путь проникновения инфляции в американскую экономику – через товарные рынки. В настоящее время долларовая сверхликвидность приводит лишь к разогреву инфляционных тенденций на развивающихся рынках, прежде всего, – в Азии, главной точке приложения спекулятивного капитала. Однако мы не исключаем, что в какой-то момент точкой приложения капитала могут стать товарные рынки и тогда инфляция может вернуться в США через растущие издержки. Этот сценарий кажется нам довольно вероятным, однако ему должно предшествовать головокружительное rally на товарных рынках. Пока rally не случилось, инфляционная угроза, исходящая с этой стороны, низка.

Резюмируя наши ожидания в отношении глобальной инфляции, можно сказать следующее: базовым сценарием на следующий год мы считаем сохранение дефляционной угрозы в развитых странах при нарастании инфляционного давления в развивающихся.

Риском для данного сценария является «китайский шок», о котором мы говорили ранее, или же возникновение спекулятивного «пузыря» на товарных рынках. В случае реализации инфляционной угрозы в развитых странах рынкам грозит повышение процентных ставок, рост доходности по облигациям развитых стран и отток средств с развивающихся рынков.

Стоит отметить, что в краткосрочной перспективе, до начала цикла ужесточения денежно-кредитной политики в США, инфляционный сценарий по «товарному» варианту благоприятен для России, так как сулит рост цен на нефть и приток денег на российские рынки. Тем не менее, если ужесточение в США действительно произойдет, период благополучия не будет долгим.

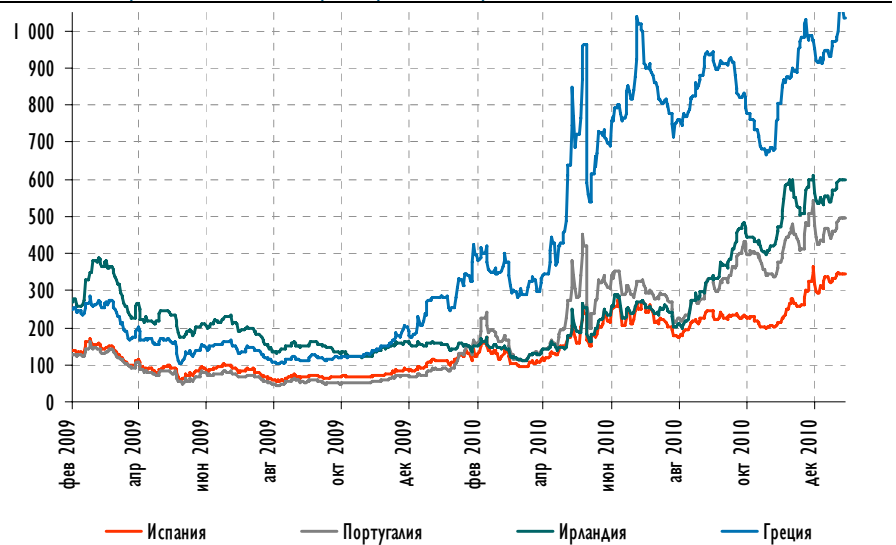
Еврозона – ключевой риск

На наш взгляд, наиболее вероятно, что в 2011 году основной головной болью инвесторов все же будет не QE США, не кризис доллара, не глобальная инфляция, не «жесткая посадка» Китая и не ревальвация юаня. Вероятнее всего, на этот раз основной риск уже знаком инвесторам «в лицо». Это – долговые проблемы отдельных европейских стран.

Весной 2010 года отказ инвесторов покупать долговые обязательства Греции привел к кризису финансирования дефицита бюджета и в дальнейшем – к созданию совместного фонда ЕС/МВФ объемом 750 млрд евро. На поддержку же Греции было выделено 110 млрд евро. В ноябре 2010 года инвесторы потеряли доверие к Ирландии, что оказало давление на спреды по долгам Португалии и Испании. В результате Евросоюзу пришлось выделить помощь и для Ирландии. Тем не менее будущее Португалии и Испании все еще под вопросом.



5-летние CDS спреды по долгам некоторых европейских стран, б. п.

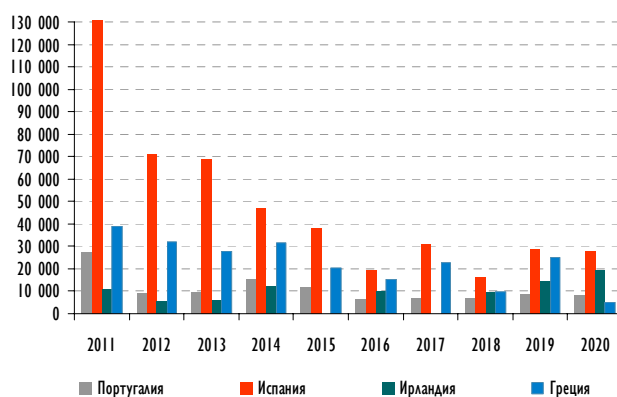


Источник: Bloomberg

Доверие инвесторов к долгам стран-членов ЕС снижается с каждым новым «бэйлаутом», рынки все легче убедить в существовании у той или иной страны серьезных проблем с финансированием дефицита государственного бюджета и рефинансированием. В такой ситуации сохраняется риск того, что рынки останутся очень восприимчивыми к оговоркам чиновников, а крушение очередного европейского «слабого звена» может происходить все стремительнее.

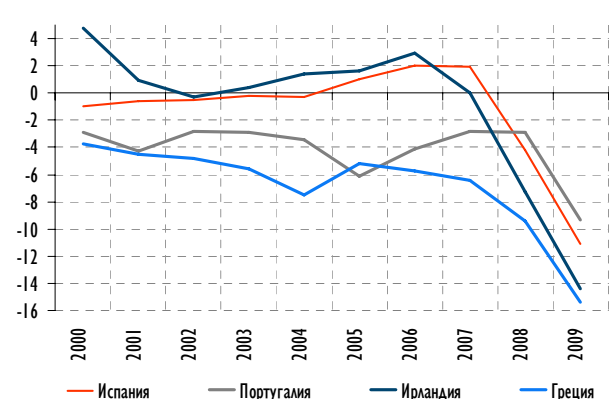
К концу 2010 года стало очевидно, что сам факт наличия совместного фонда помощи ЕС и МВФ объемом 750 млрд евро уже не может остановить распространение проблем внутри еврозоны. При этом самого объема средств фонда может быть достаточно для «спасения» ряда небольших членов Евросоюза, таких как Греция, Ирландия или Португалия, но вовсе не более крупных стран ЕС, скажем, Испании.

График погашения долгов ряда европейских государств, млн евро



Источник: Bloomberg

Бюджетный дефицит ряда европейских государств, % ВВП



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, существенно снизить инвестиционные риски, связанные с долгами периферийных членов ЕС, могли бы только системные меры, касающиеся не только отдельных стран, которые на данный момент обращаются или могут обратиться за помощью, но и Евросоюза в целом. Одной из таких мер могла бы стать массированная скупка долгов проблемных стран со стороны ЕЦБ, целью которой являлось бы недопущение распространения нестабильности от страны к стране через негативную динамику котировок долга. Это бы позволило как минимум локализовать проблему в уже известных рамках и не допустить крушения пока еще не пострадавших от утраты доверия инвесторов государств.



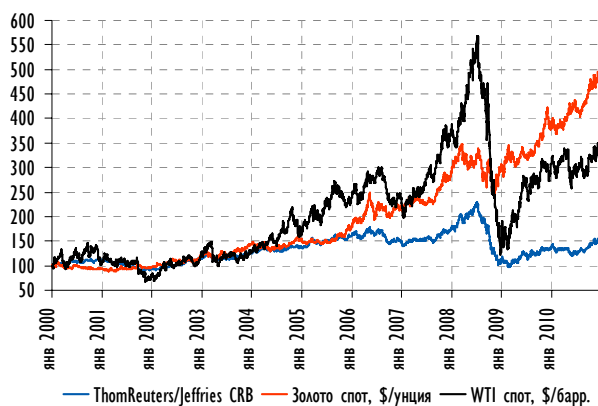
Тем не менее слабая бюджетная дисциплина, долги, уязвимость банковской системы, вероятно, останутся в числе ключевых вызовов, стоящих перед ЕС в ближайшие годы. Для окончательного решения этих проблем может понадобиться дальнейшая болезненная бюджетная консолидация, ухудшающая перспективы экономического восстановления, а возможно, и выработка новых соглашений между членами Евросоюза, которые в какой-то степени ограничивали бы фискальный суверенитет отдельных стран. Также, на наш взгляд, странам ЕС придется договориться о выпуске единых облигаций еврозоны (E-Bonds) или увеличении фонда финансовой стабильности.

Товарные рынки: куда дальше?

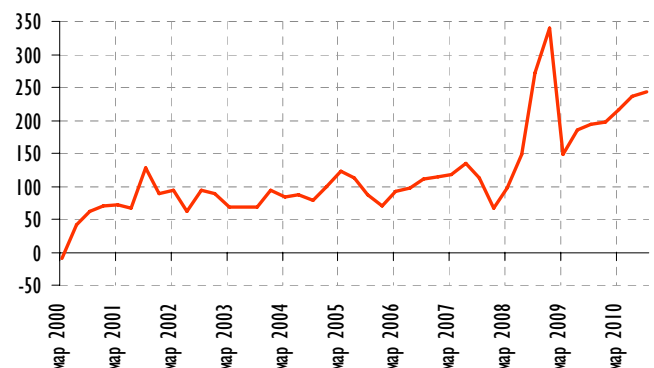
Вопрос дальнейшей судьбы товарных рынков тесно перекликается с проблемой инфляции и дефляции, и, как мы уже отмечали выше, возможный рост котировок на товарных рынках на сегодняшний день является одним из наиболее вероятных каналов возвращения инфляционных тенденций в экономику развитых стран. В то же время сырьевые товары – это совокупность весьма разнородных активов, пути движения которых могут различаться, и общий тренд на данный момент не очевиден.

На сегодняшний день на товарные рынки влияют две мощные силы противоположной направленности. Итоговый баланс этих сил для каждой отдельной категории активов может оказаться различным. Первая сила – это ожидания слабого экономического роста, которые негативно влияют на физический спрос, и, вероятно, продолжат оказывать давление на котировки сырьевых товаров в будущем году. Вторая – ослабление доверия рынков к ключевым валютам: доллару, евро и фунту стерлингов. В случае доллара и фунта – в результате количественного смягчения. В случае с евро – из-за долговых проблем периферийных стран ЕС, которые, возможно, также придется решать с помощью «печатного станка». Недоверие к валютам заставляет инвесторов искать защиту в «реальных активах», в первую очередь – в золоте.

Доходность отдельных товарных рынков, %



Инвестиционный спрос на золото, т



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Источник: Bloomberg, GFMS Ltd

Наиболее сильно недоверие к валютам влияет на котировки золота, которые в последнее время демонстрируют устойчивый рост. В то же время в широком индексе товарных рынков CRB рост практически не прослеживается, потому что во многих его составляющих, таких как хлопок, пшеница, зерно или свинина, инвестиционный спрос заметен в существенно меньшей степени. Где-то в промежутке находятся цены на нефть, которые чувствительно реагируют на изменения как физического, так и инвестиционного спроса.

Мы полагаем, что чем больше инвестиционная составляющая в спросе на товарный актив, тем больше шансов на его рост в 2011 г. на фоне продолжающегося «количественного смягчения» в США и затяжных проблем еврозоны. В этой связи мы в целом с оптимизмом смотрим на рынок нефти и ожидаем умеренного роста котировок в 2011 г. Цель по NYMEX WTI в 100 долл./барр. к середине следующего года кажется нам реалистичной.



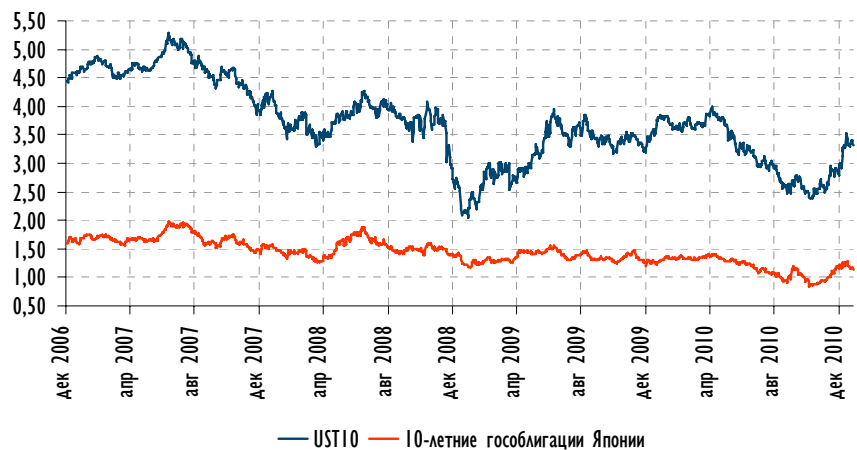
Стоит оговориться, что этот прогноз основан на ожидании поддержки со стороны инвестиционного спроса, который по своей природе крайне нестабилен. В этой связи нельзя полностью исключать и более экстремальные сценарии, например, рост до предыдущих максимумов или же наоборот – падение до минимумов 2008–2009 гг., если физический спрос окажется решающим, а инвестиционный – так и останется ограничен рынком золота.

Доходность UST: вероятен ли японский сценарий?

Снижение долгосрочных процентных ставок, по словам главы ФРС Бена Бернанке, является одной из ключевых целей второй программы «количественного смягчения» объемом 600 млрд долл. Тем не менее в ходе первого месяца действия программы добиться очевидных успехов на этом поприще не удалось. В начале декабря доходность 10-летней казначейской ноты показала стремительный рост и находилась заметно выше уровней августа 2010 года – того момента, когда рынкам стало очевидно, что ФРС вновь прибегнет к выкупу активов.

На наш взгляд, заявленного объема программы вполне достаточно для того, чтобы удержать доходность долгосрочных КО США от дальнейшего роста, однако пока не ясно, может ли быть достигнута цель снижения долгосрочных ставок. И уж тем более неочевидным кажется возможность снижения американских долгосрочных ставок до японского уровня, несмотря на то что ФРС, как и Банк Японии, попала в «ловушку ликвидности».

Доходность американских и японских 10-летних гособлигаций, % годовых



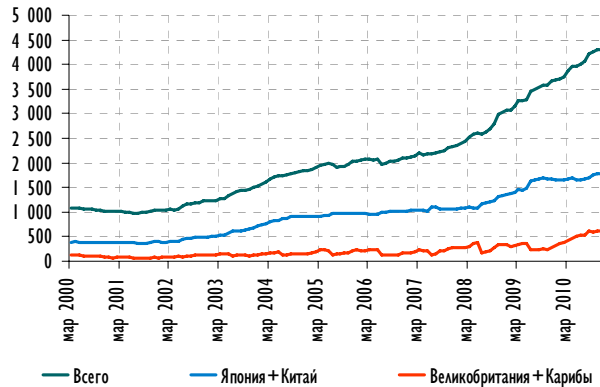
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Ключевое отличие японской ситуации от американской кроется в структуре экономики. Япония – «профицитная страна» с высокой нормой сбережений и положительным счетом текущих операций, поэтому она не нуждается в постоянном притоке иностранного капитала для сохранения баланса в экономике. США – государство с низкой нормой сбережений и дефицитом счета текущих операций, которому для поддержания баланса необходим постоянный приток иностранного капитала, в настоящее время главным образом в казначейские облигации. В этой связи долгосрочные процентные ставки в США, в отличие от ставок в Японии, сильно зависят не только от политики денежно-кредитного регулятора, но и от привлекательности государственных облигаций в глазах международных инвесторов. В свою очередь, эта привлекательность связана с резервным статусом американского доллара, но не только.

В последние несколько лет круг инвесторов в КО США значительно расширился за счет банков и всевозможных фондов, которые управляют портфелями значительно активнее, чем центральные банки – резервами. Их непредсказуемое поведение вносит значительную долю неопределенности на рынок КО США и усложняет задачу ФРС по снижению долгосрочных ставок. Неожиданная потеря интереса к бумагам со стороны этой категории инвесторов таит в себе угрозу возможного резкого роста долгосрочных процентных ставок. В свою очередь причиной утраты доверия могло бы стать ухудшение ожидаемого состояния американского бюджета, в частности, из-за продления налоговых льгот, о которых уже говорилось выше.

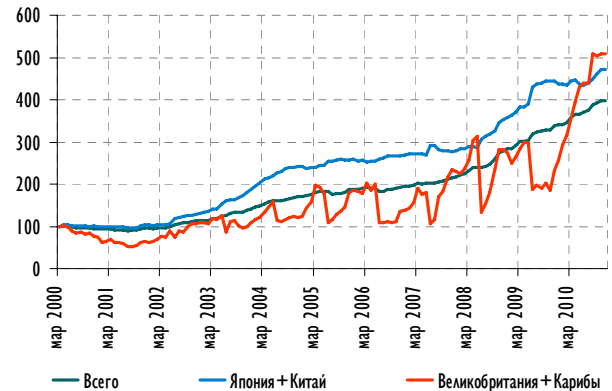


Иностранные вложения в КО США, млрд долл.



Источник: Bloomberg, Казначейство США

Нормированная динамика иностранных вложений в КО США, март 2000 г. = 100%



Источник: Bloomberg, Казначейство США, Газпромбанк

Несмотря на то что размывание круга инвесторов в КО США таит в себе потенциальную угрозу, на наш взгляд, реализуется эта угроза, вероятнее всего, только когда наступит момент для ФРС начать изъятие ликвидности с рынка – то есть, как мы предполагаем, еще не скоро, скорее всего, не в 2011 году. До начала изъятия ликвидности спекулянты и центральные банки развивающихся стран, вероятно, продолжат своими деньгами поддерживать рынок КО США, помогая ФРС в ее задаче по снижению долгосрочных процентных ставок.

Более того, мы полагаем, что сверхликвидность финансовых институтов, которая образуется в результате количественного смягчения, мультиплицирует влияние «количественного смягчения» на кривую доходности КО США. Приток горячих денег на азиатские рынки заставляет центральные банки активнее противодействовать укреплению национальных валют, ведет к росту валютных резервов и вложений в бумаги. Кроме того, спрос на них поддерживает и дефицит инвестиционных идей в условиях анемичного глобального экономического роста.

С учетом вышеуказанных тенденций мы ожидаем довольно существенного снижения доходности американских долгосрочных ставок с уровней, которые наблюдались в конце декабря 2010 года. Наш ориентир по доходности 10-летней казначейской ноты на 2011 год составляет 2–2,5%.

Риски для данного сценария: неожиданное ускорение экономического роста, разгон инфляции в США и ревальвация юаня.

Россия и развивающиеся рынки: возможно ли размежевание?

В 2010 году развивающиеся рынки (EM) и главным образом рынки Азии стали центральной инвестиционной темой в мире. Был даже изобретен специальный термин, который характеризует приток капитала на развивающиеся рынки – «стена денег». Идея о том, что Азия станет новым локомотивом глобального экономического роста, набирает популярность на фоне экономической стагнации в развитых странах. Как следствие, азиатские и некоторые другие развивающиеся рынки оказываются ключевыми точками притяжения капитала.



Торговые балансы, приток капитала и изменения валютных курсов ряда развивающихся стран*

Страна	Среднемесячный торговый баланс (прокси-текущий счет)		Среднемесячное изменение ЗВР млрд долл.		Прокси-капитал, млрд долл.**		Годовой ВВП млрд долл.	Изм. курса национальной валюты к долл. за 12 мес., %
	млрд долл.	к среднемесячному ВВП	млрд долл.	к среднемесячному ВВП	млрд долл.	к среднемесячному ВВП		
Бразилия	1,45	1,11	3,96	3,02	2,50	1,91	1 572	2,36
Россия	12,50	12,19	5,23	5,10	-7,26	-7,08	1 231	-7,56
Индия	-10,65	-9,75	0,19	0,18	10,84	9,93	1 310	1,35
Китай	15,24	3,67	31,28	7,53	16,04	3,86	4 985	2,34
Таиланд	1,12	5,09	2,85	12,97	1,73	7,89	264	9,09
Мексика	-0,23	-0,31	2,57	3,53	2,80	3,84	875	3,99
Турция	-5,24	-10,19	0,63	1,22	5,87	11,41	617	1,50
ЮАР	-0,07	-0,30	0,28	1,17	0,35	1,47	286	4,47
Украина	-0,59	-6,24	0,69	7,28	1,28	13,52	114	0,41
Южная Корея	3,59	5,17	1,61	2,32	-1,98	-2,85	833	0,31
Среднее	1,71	0,04	4,93	4,43	3,22	4,39	1 209	1,83

*Данные за 12 месяцев, заканчивающихся 31.11.2010; прокси-капитал рассчитан без корректировки на валютную переоценку

**разность значений колонок «С» и «В»

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

К сожалению, Россия на этом фоне остается непопулярной: она одна из немногих страдает от оттока капитала, а динамика курса рубля и стоимости российских финансовых активов – одна из худших на развивающихся рынках. Из общения с инвесторами мы выяснили, что Россия, в отличие от других EM, сейчас не воспринимается как какая-то индивидуальная торговая идея, а динамика ее активов отражает общее отношение инвесторов к риску в мире, поэтому «стена денег» не разворачивается в нашу сторону, а идет туда, где есть собственная история.

Может ли ситуация измениться в 2011 году?

Мы полагаем, что развивающиеся рынки, и в особенности Азия (за исключением Японии), могут продолжить демонстрировать опережающий рост на фоне экономической стагнации на западе. Рост внутреннего спроса, а также приток дешевых денег от QE «разогревают» экономику и финансовые рынки БИК, при этом на каком-то этапе ситуация здесь может начать напоминать «пузырь» (если уже не напоминает).

В то же время на наш взгляд, такое размежевание между развивающимися и развитыми странами («decoupling») не абсолютно. Относительная независимость EM, по нашему мнению, возможна только в условиях сочетания стагнирующей экономики и сверхдешевой ликвидности в США и странах еврозоны. То есть, при обилии денег и дефиците инвестиционных идей в странах-источниках фондирования. Изъятия же ликвидности ФРС или резкий рыночный шок, например, из-за проблем еврозоны, могут нарушить это благополучие и спровоцировать отток капитала и даже кризис на развивающихся рынках. Также, на наш взгляд, угрозой является рост инфляционных рисков, в частности, в Китае.

Что касается России, то, на наш взгляд, для наших рынков не будет характерно даже такое ограниченное размежевание. Мы полагаем, что из-за своей зависимости от цен на энергоносители и из-за чрезмерной открытости финансовой системы российская экономика и финансовые рынки останутся очень чувствительными к мировым рыночным рискам и в основном продолжают отставать от других развивающихся рынков.

Мы не исключаем, что в какой-то момент российские рынки привлекут к себе большее внимание инвесторов, но произойдет это, скорее всего, в случае резкого скачка цен на нефть – как минимум до 100 долл./барр. В остальных случаях российским активам, вероятно, обеспечена роль «догоняющих».



Российские еврооблигации: танго над пропастью

Российский рынок еврооблигаций был и остается очень чувствительным к событиям в глобальной экономике. При этом здесь, в отличие от рынка рублевого долга, инвесторов не защищает нежелание держателей бумаг признавать убытки и продавать ниже цены покупки. Тем не менее мы полагаем, что при всех рисках покупка российских еврообондов может оказаться привлекательной в начале 2011 года, когда локальный долговой рынок будет находиться под давлением из-за возможного ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ.

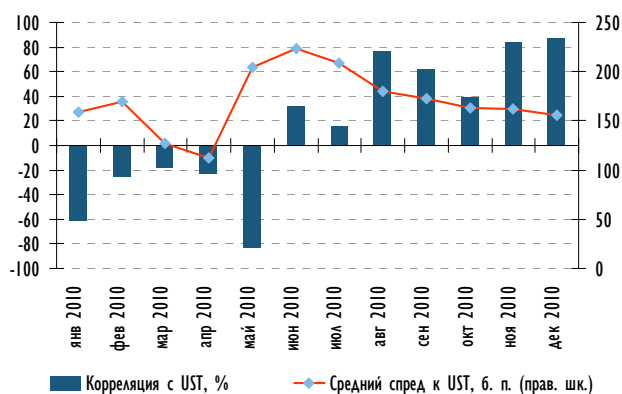
Дополнительным бонусом для инвесторов, имеющих рублевое фондирование, может оказаться хеджирование валютного риска, которое может принести несколько дополнительных процентных пунктов доходности, особенно в случае покупки коротких еврооблигаций.

В кильватере американского рынка

В 2010 году произошел существенный сдвиг в балансе факторов, которые влияют на стоимость внешнего долга РФ и других российских эмитентов. Если в начале года ключевое влияние на котировки еврооблигаций оказывал глобальный аппетит к риску, то к его концу динамику рынка российских еврообондов примерно на 80% определяло поведение КО США.

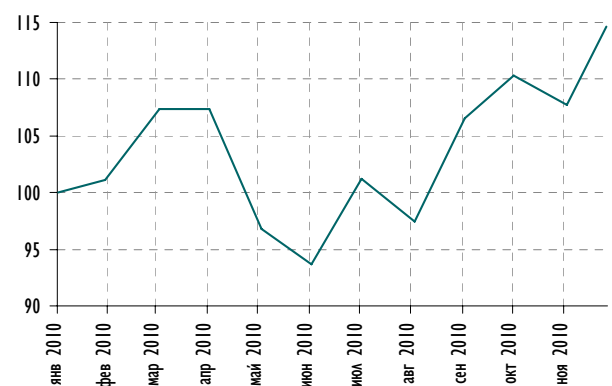
Возвращение корреляции между доходностью российских еврооблигаций и UST тесно увязывает наши ожидания по рынку внешнего долга на 2011 год с прогнозами по рынку КО США. Тем не менее в отсутствие серьезных потрясений на мировых рынках наши ожидания по рынку российских еврооблигаций остаются довольно позитивными.

Корреляция Russia30 — UST10 и средний спред



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Доходность индекса MSCI World, %



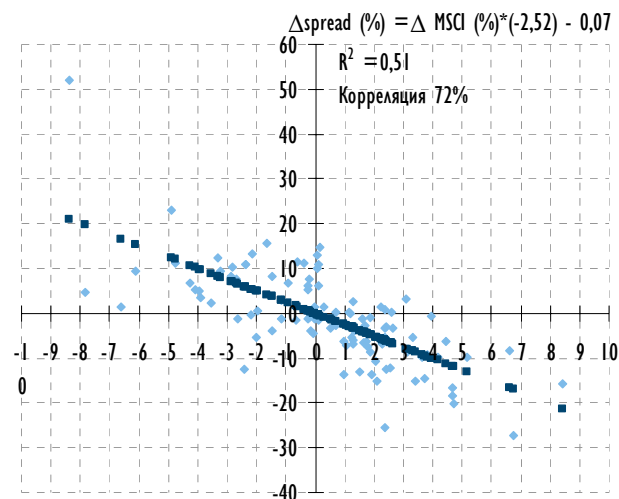
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

В начале 2010 года, а также в мае, во время греческого кризиса, корреляция между российским долгом и американскими КО США была отрицательной, однако затем, по мере успокоения рынков и сужения российских кредитных спредов, корреляция еврооблигаций РФ с американскими казначейскими облигациями вновь сильно выросла. При спреде Russia30–UST10 в районе 150–160 б. п. динамика котировок российского долга уже на 80% определяется поведением американского рынка.

В свою очередь, динамика российских кредитных спредов в последние два года более чем на 70% объясняется поведением мировых фондовых рынков. В частности, корреляция между доходностью индекса MSCI World и процентным изменением величины пятилетнего CDS-спреда на Россию на недельных и месячных интервалах составляет около минус 70–72%. При этом рост фондового индекса в среднем на 1% приводит к сужению российского пятилетнего CDS-спреда примерно на 2,0–2,5%, в зависимости от интервала времени, и наоборот. При этом чем более длительный интервал (неделя, месяц, квартал) используется для анализа, тем меньше чувствительность российского спреда к динамике фондового индекса. Скорее всего, это объясняется тем, что в последние два года рынки росли; при этом рост фондового индекса неограничен, а процесс сужения спреда тем медленнее, чем меньше величина спреда.



Российский CDS-спред и доходность MSCI World



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

В 2011 году рынку российских евробондов предстоит пройти между волатильностью глобальных фондовых индексов и динамикой рынка Treasuries как между Сциллой и Харибдой. На наш взгляд, чем меньше российский внешний долг будет чувствителен к динамике фондовых рынков, тем более его динамика будет зависеть от поведения рынка КО США, и наоборот. При этом, на наш взгляд, очень немного шансов, что поведение российских еврооблигаций будет определяться какими-то внутренними российскими факторами, так как мы не предполагаем, что при нынешнем уровне цен на нефть кредитные метрики России могут значительно измениться в ту или иную сторону.

Базовый сценарий для российского кредитного спреда

Согласно нашему базовому сценарию (стоимость барреля нефти Urals в районе 90 долл.), и в отсутствие эскалации проблем еврозоны, поведение рынка российских еврооблигаций в 2011 году будет преимущественно определяться динамикой рынка КО США. При этом чувствительность российского суверенного спреда к динамике фондовых рынков будет меньшей, чем наблюдаемые в последние 2 года 2,0–2,5%.

Мы предполагаем, что в среднем изменение MSCI World на 1% будет приводить к изменению 5-летнего российского CDS спреда не более чем на 1,5%. В таком случае, если ожидать рост мировых фондовых индексов в 2011 году на 16% (это примерно соответствует средним темпам роста MSCI World с начала 2009 года), то можно прогнозировать сокращение спреда Russia30–UST10 примерно до 110 б. п., а спреда по пятилетним российским CDS – ориентировочно до 115 б. п.

Если заложить чуть более консервативный прогноз по фондовому рынку – рост на 10%, – то можно ожидать сокращения спреда по пятилетним CDS на Россию примерно до 130 б. п., а спреда Russia30–UST10 – примерно до 120 б. п.

Если наложить спред 120 б. п. на ожидаемую нами доходность UST10 (используем верхнюю границу ожидаемого диапазона 2,0–2,5%), то получается, что можно ожидать снижения доходности по выпуску Russia30 к погашению примерно до 3,70%. На конец 2011 года эта доходность будет соответствовать цене примерно 122% от номинала. В случае если ставка UST10 окажется выше наших прогнозов на 50 б. п. и составит 3,0%, цена выпуска Russia30 при спреде 120 б. п. составит около 118,75%.

Риски повсюду

Указанные выше целевые уровни – это, прежде всего, справочный материал, дающий представление о том, где индикативный российский евробонд может оказаться в конце 2011 года, если ситуация на мировых рынках будет развиваться примерно так же, как она развивается сейчас. При этом совершенно очевидно, что ситуация очень редко развивается так, как



Из возможных тенденций в будущем году мы не исключаем некоторого сужения спредов между длинными и короткими еврооблигациями на фоне аналогичной динамики рынка КО США. Кроме того, не исключено, что бумаги квазисуверенных эмитентов могут несколько сократить спреды к еврооблигациям России. Впрочем, вероятность этого сильно зависит от того, насколько эмитенты будут активны на «первичке». В целом же, мы не исключаем, что первичный рынок в будущем году будет одной из немногих очевидных возможностей заработать.



Рублевый долг: больше сила – больше ответственность

Если про 2009 год можно сказать, что он был «звездным» для локального долгового рынка с точки зрения доходов, полученных его участниками, то 2010 год можно просто назвать неплохим. Что касается 2011 года, то, на наш взгляд, он окажется весьма непростым для рублевого долгового рынка, хотя «непростым» еще не означает «ужасным».

Пожалуй, дальнейшая судьба курса рубля и локальных кривых доходности как никогда зависит не столько от глобальной конъюнктуры (хотя и от нее в том числе), а от тех решений, которые будет принимать российский центральный банк.

Банк России все дальше продвигается по пути ослабления контроля над курсом рубля и повышению значимости процентных ставок, однако главный вопрос 2011 года заключается в том, как ЦБ распорядится своим растущим контролем над ставками. Сделает ли он последний решительный шаг и начнет ли использовать свой процентный инструментарий для борьбы с явно увеличивающимися инфляционными рисками? Или же он предпочтет неявное таргетирование рубля, компенсируя снижение объема валютных интервенций поддержанием заведомо заниженных процентных ставок на внутреннем рынке? Итоговое решение ЦБ и определит судьбу рублевого долгового рынка в 2011 году.

На наш взгляд, по состоянию на конец 2010 года обстоятельства позволяют ЦБ поднять все свои процентные ставки на 2,5% до 5% по депозитам овернайт и до 7,5% по операциям прямого РЕПО в течение первого полугодия 2011 года. Тем не менее для нас маловероятно, что ЦБ использует эту возможность в полной мере. Согласно нашему базовому прогнозу, желание стимулировать экономический рост и соображения, связанные с потоками капитала и курса рубля, едва ли позволят ЦБ поднять свои ставки более чем на 2 п. п. При этом не исключено, что депозитные ставки вырастут чуть больше, а кредитные – чуть меньше.

Возможное повышение ставок ЦБ заставляет нас ожидать роста доходностей на рублевом долговом рынке в первом полугодии 2011 года, который, тем не менее, едва ли превысит 0,7–1,0 п. п. для 5–6 летних ОФЗ.

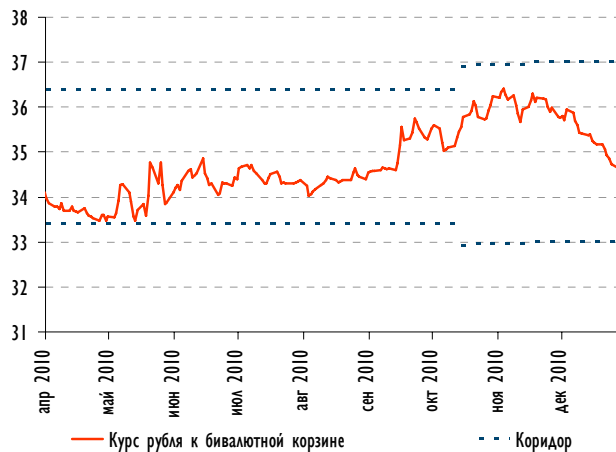
Курс рубля – укрепление при асимметричных рисках

Стремление центрального банка постепенно минимизировать свое участие в торгах на валютном рынке и перейти к управлению денежно-кредитной политикой через механизм процентных ставок – это один из тех факторов, которые инвесторам на локальном долговом рынке обязательно надо учитывать в будущем году. Тем не менее процесс этого перехода обставлен множеством ограничений политического и экономического характера, которые не позволяют сказать, что в следующем году нас ждут плавающий курс рубля и инфляционное таргетирование.

Осенью 2010 года Банк России расширил коридор допустимых колебаний бивалютной корзины на 50 копеек в каждую сторону, и теперь он составляет 4 рубля. Также объем кумулятивных интервенций внутри диапазона и на его границах, приводящих к его сдвигу, был уменьшен с 700 млн до 650 млн долл. Кроме того, ЦБ сообщил, что собирается расширять коридор допустимых колебаний курса рубля и в дальнейшем. Теоретически изменение политики ЦБ на валютном рынке будет способствовать большей волатильности и меньшей предсказуемости курса рубля.

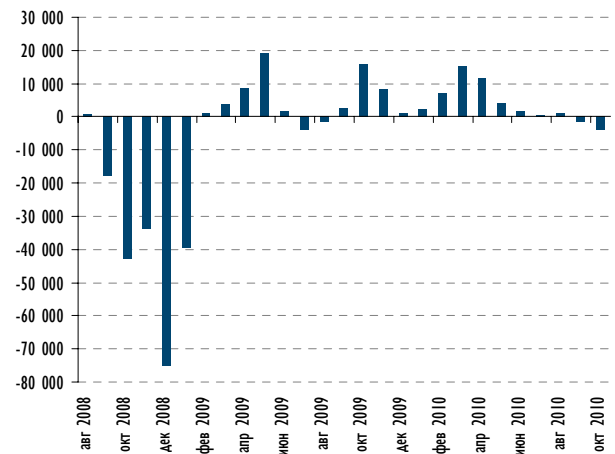


Бивалютная корзина и коридор ЦБ



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк

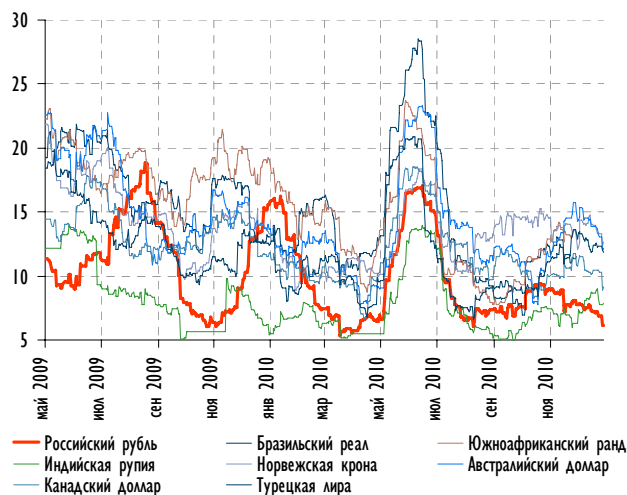
Объем валютных интервенций ЦБ, млн долл.



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк

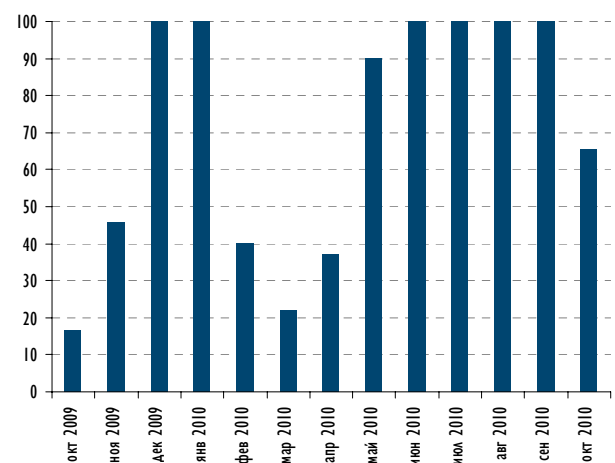
Тем не менее существующий механизм работы ЦБ на валютном рынке все еще позволяет ему фактически сохранять любую желаемую степень контроля над валютным курсом, и поэтому решимость ЦБ перейти к более гибкому курсообразованию еще должна быть протестирована более высокими ценами на нефть и притоком капитала. Предположить подобное нас заставляет отсутствие явного тренда на рост реализованной волатильности пары USD/RUB, а также высокая доля целевых интервенций в общем объеме валютных интервенций ЦБ. Объем средств, который ЦБ направляет на целевые интервенции, он определяет для себя сам, согласно каким-то своим непубличным критериям. Насколько мы понимаем, ЦБ может в любой момент нарастить или уменьшить объем целевых интервенций безо всякого предварительного уведомления, оказав тем самым нужное ему воздействие на номинальный курс рубля.

30-дневная волатильность валютных пар, % годовых



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк

Доля целевых интервенций ЦБ в их общем объеме, %



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк



Мы полагаем, что наличие у ЦБ столь сильного инструмента как целевые интервенции может сделать непреодолимым политическим соблазном сдерживать укрепление курса рубля, в случае если тому будет способствовать состояние платежного баланса.

В целом же мы склонны считать, что существующий механизм работы ЦБ на валютном рынке способствует сохранению асимметричного баланса рисков на российском валютном рынке. Мы полагаем, что ЦБ, вероятно, с большей охотой будет допускать ослабление курса рубля, нежели его рост.

Тем не менее, даже с учетом этого, мы полагаем, что в 2011 году баланс рыночных факторов, определяемый состоянием счета текущих операций и динамикой по счету капитала, будет способствовать укреплению курса рубля против бивалютной корзины. Этот наш базовый сценарий основывается на средней ожидаемой цене барреля нефти Urals 94 долл. и соотношении пары EUR/USD на уровне 1,32 долл.

Основные прогнозные макроэкономические показатели

	2009	2010П	1К11П	2К11П	3К11П	4К11П	2011П
Ключевые макроэкономические индикаторы							
ВВП, млрд руб.	39 100,7	44 381,9	11 622,1	12 741,5	11 865,6	14 019,7	50 248,9
Рост реального ВВП, г/г	-7,9%	3,7%	3,5%	4,0%	4,2%	4,0%	3,9%
Цена Urals, \$/барр., в среднем за период	61,33	77,62	87,00	94,00	98,00	97,00	94,00
ИПЦ, г/г	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	7,8%	8,0%	8,0%
Базовый ИПЦ, г/г	8,5%	7,4%	7,4%	7,4%	6,6%	6,8%	6,8%
ИЦП, г/г	13,9%	10,8%	11,0%	12,3%	11,8%	10,2%	10,2%
USD/RUB, в среднем за период	31,74	30,36	30,40	29,78	29,28	28,93	29,64
USD/RUB, на конец периода	30,04	30,80	30,00	29,56	28,99	28,87	28,87
Бивалютная корзина ЦБ, руб., в среднем за период	37,31	34,81	35,19	34,34	33,75	33,10	34,29
Уровень безработицы	8,4%	7,0%	6,9%	6,8%	6,5%	6,7%	6,7%
Промышленное производство, г/г	-9,3%	7,5%					3,5%
Инвестиции, г/г	-16,2%	3,6%					8,8%
Государственный сектор							
Доходы федерального бюджета, млрд руб.	7 337,8	8 270,0					9 844,6
Доходы федерального бюджета, % ВВП	18,8%	18,6%					19,6%
Расходы федерального бюджета, млрд руб.	9 660,1	10 233,0					10 658,0
Расходы федерального бюджета, % ВВП	24,7%	23,1%					21,2%
Баланс бюджета, % ВВП	-5,9%	-4,4%					-1,6%
Платежный баланс и резервы							
Экспорт, млрд долл.	303,39	395,41	102,64	112,06	121,75	127,32	463,77
Импорт, млрд долл.	191,80	247,68	61,68	81,47	99,13	105,60	347,88
Баланс внешней торговли, млрд долл.	111,59	147,73	40,96	30,59	22,62	21,72	115,88
Счет текущих операций, млрд долл.	49,43	72,20	27,02	8,77	0,32	-1,12	34,99
Финансовый счет, млрд долл.	-46,05	-6,53	6,26	10,76	-9,01	3,63	11,64
Международные резервы ЦБ, млрд долл.	439,45	502,98	531,95	551,63	544,24	551,75	551,75

Источник: Росстат, ЦБ РФ, Газпромбанк



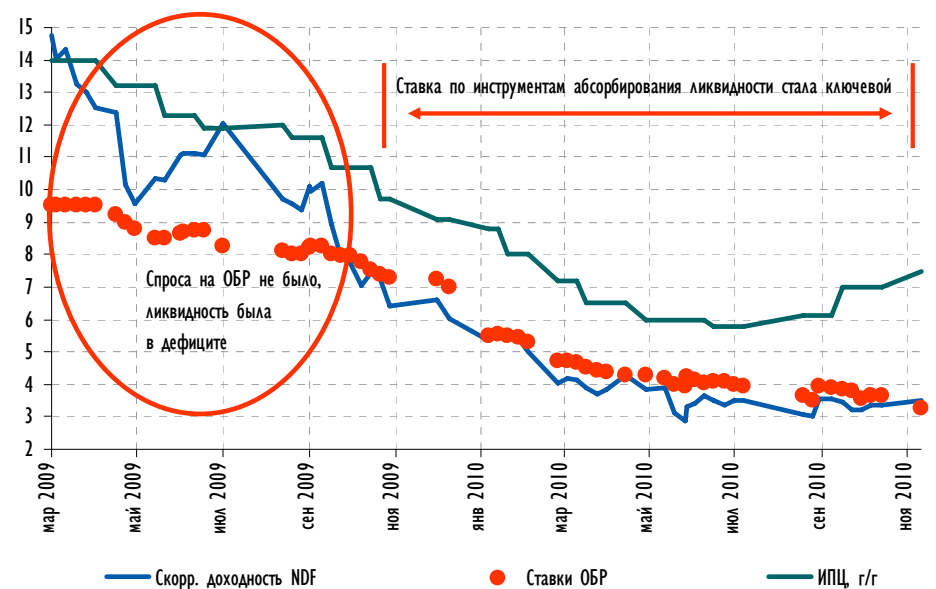
Процентная политика ЦБ: повышение ставок с оглядкой на счет движения капитала

Год 2011 начинается в условиях повышения основных ставок центрального банка. На заседании 24 декабря ставки по депозитным операциям, которые играют ключевую роль в условиях избыточной рублевой ликвидности, были повышены на 25 б. п. Мотивировано повышение ставок было необходимостью сужения спреда между инструментами предоставления и абсорбирования ликвидности. Тем не менее, на наш взгляд, было еще как минимум две причины – рост инфляционного давления и чрезмерный отток капитала, который, судя по комментариям представителей ЦБ, стал для всех сюрпризом.

В 2010 году фокус процентной политики ЦБ был смещен с инфляционных рисков на стимулирование экономического роста и предотвращение притока «горячих» денег на внутренний финансовый рынок. Банковская ликвидность в течение большей части года была избыточной, и среди всех ставок ЦБ «действующими» были ставки по абсорбированию ликвидности, а именно ставки по депозитам и ОБР, которые устанавливались с учетом ситуации, складывающейся на офшорном рублевом рынке. В результате, в целом в 2010 году фактические ставки, складывающиеся на межбанковском рынке, выглядели заниженными с учетом имеющегося уровня инфляции и ситуации на других развивающихся рынках.

Мы полагаем, что даже после повышения депозитных ставок ЦБ в декабре 2010 года общий уровень ставок, складывающийся на внутреннем рынке, является заниженным с учетом существующих инфляционных рисков и ЦБ стоило бы взять курс на ужесточение денежно-кредитной политики. Тем не менее мы допускаем, что соображения, связанные с необходимостью стимулировать экономический рост и не допускать чрезмерного укрепления курса рубля удержат ЦБ от резких шагов в этом направлении. Впрочем, определенное ужесточение денежно-кредитной политики в 2011 году все же возможно.

Доходность ОБР, ставки NDF сопоставимого срока и уровень инфляции к соответствующим периодам прошлого года



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, Газпромбанк



Некоторые характеристики ряда развивающихся рынков в 2010 году*

А Страна	В Средний ИПЦ, г/г, %	С Средняя ставка МБК 3 мес. (прокси к фактической «policy rate»), %	D Средняя реальная ставка МБК, % (С-В)	Е Прокси-капитал, млрд долл.		F Изменение курса национальной валюты к долл. за 12 мес., %
				млрд долл.	% к среднемесячному ВВП	
Индия	13,00	6,14	-6,87	10,84	9,93	1,35
Украина	10,03	7,85	-2,17	1,28	13,52	0,41
Турция	8,59	7,23	-1,36	5,87	11,41	1,50
Россия	6,96	4,57	-2,39	-7,26	-7,08	-7,56
Бразилия	4,79	10,01	5,23	2,50	1,91	2,36
ЮАР	4,71	6,54	1,84	0,35	1,47	4,47
Мексика	4,05	5,00	0,95	2,80	3,84	3,99
Тайланд	3,32	1,57	-1,75	1,73	7,89	9,09
Южная Корея	2,92	2,69	-0,23	-1,98	-2,85	0,31
Китай	2,73	2,33	-0,39	16,04	3,86	2,34
Среднее	6,11	5,39	-0,71	3,22	4,39	1,83

*прокси-капитал — разница между изменением ЗВР за месяц и сальдо торгового баланса;

**разность значений колонок «С» и «В»

Примечание: Данные в столбцах В-Е являются среднемесячными значениями соответствующих показателей за 12 месяцев, заканчивающихся в ноябре 2010 г. Данные в столбце F — процентное изменение к соответствующему периоду предыдущего года

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Тенденции оттока капитала, сформировавшиеся на конец 2010 года, в сочетании с растущим инфляционным давлением, а также слабостью курса рубля, на наш взгляд, позволяют ЦБ скорректировать свои процентные ставки в сторону повышения, избежав при этом существенного спекулятивного давления на курс рубля со стороны «кэрри-трейдеров».

Мы полагаем, что в условиях нынешнего ограниченного плавления курса рубля и сохранения свободным счета текущих операций, ЦБ может поднять свои ставки по РЕПО и депозитам на величину, не превышающую в совокупности 2,5 п. п. (т.е. 5,0% по депозиту овернайт и 7,5% по прямому РЕПО) к середине 2011 года. При этом валютный рынок останется относительно сбалансированным или же будет наблюдаться незначительное преобладание предложения валюты над спросом. Тем не менее, с учетом сохраняющегося высокого веса курса рубля в системе критериев, влияющих на процентную политику ЦБ, а также желания стимулировать рост, маловероятно, что кумулятивное повышение ставок ЦБ превысит 2 п. п.

Стоит оговориться, что эти прогнозы являются актуальными для уровня цен на нефть, близкого тому, что наблюдался в 2010 году, и примерно аналогичной динамики по счету капитальных операций. Фактически же процентная политика ЦБ (и как следствие, то где в итоге окажутся краткосрочные ставки) остается сильно зависимой от внешнеэкономической конъюнктуры (цены на нефть, состояние денежно-кредитной политики в развитых странах, аппетит к риску на мировых рынках).

Факторы неопределенности: цены на нефть и счет капитала

Ключевым фактором неопределенности при оценке вероятности и масштаба повышения ставок ЦБ является высокая степень зависимости его политики от внешних обстоятельств. Проводниками влияния внешней конъюнктуры на политику ЦБ являются два основных канала: торговый баланс и трансграничное движение капитала.

Денежные потоки, приходящие по этим двум каналам, часто коррелированы между собой, и могут способствовать как большему (по сравнению с описанным выше базовым сценарием) ужесточению денежно-кредитной политики — в случае если цены на нефть будут низки, а отток капитала еще больше усилится, — так и ее большей мягкости.

Тем не менее, на наш взгляд, больше шансов на то, что в 2011 году внешняя конъюнктура будет препятствовать существенному повышению ставок, нежели способствовать более серьезному ужесточению.



Мы полагаем, что ситуация складывающаяся в зоне евро, в сочетании с продолжением количественного смягчения в США (см. наш «Взгляд на глобальные рынки») могут способствовать дальнейшему росту цен на энергоносители и, как следствие, большему притоку ликвидности на внутренний рынок, а также росту привлекательности российского рубля в глазах иностранных инвесторов. Все это может осложнить задачу ЦБ по одновременному противодействию инфляции и предотвращению чрезмерного укрепления курса рубля.

Кроме того, отсутствие интереса иностранных инвесторов к России является лишь одной из причин оттока капитала в 2010 году. Другой, не менее значимой, причиной стал «внутренний» отток – накопление иностранных активов российским нефинансовым сектором. Этот отток капитала достаточно трудно объяснить, и мы не думаем, что дело здесь исключительно в накоплении валюты для погашения внешних долгов или M&A активности. Не исключено, что смена мэра Москвы все же оказала влияние на динамику по счету капитала. Также возможно, что отток капитала как минимум отчасти индуцирован общим состоянием бизнес-климата внутри страны. Так или иначе, существует ненулевая вероятность того, что этот «внутренний» отток капитала в 2011 году будет меньшим, чем в 2010 году, что уменьшит «безопасный» потенциал повышения ставок ЦБ.

Помимо этого, пока неясна чувствительность нынешнего оттока капитала к локальным процентным ставкам. Есть основания полагать, что еще одной причиной оттока капитала стала низкая доля репатриации валютной выручки экспортерами из-за непривлекательности процентных ставок на внутреннем рынке. На данный момент неясно, насколько должны вырасти ставки, чтобы спровоцировать массовый переход казначейств экспортеров из валюты в рубль. По этой причине повышение ставок ЦБ может быть плавным и осторожным.

План «Б» для ЦБ: Турция или Бразилия

Как мы писали выше, уровни цен на нефть и оттока капитала в конце 2010 г. позволяют ЦБ осуществить довольно значительное повышение ставок, однако каковы будут возможности по борьбе с инфляцией в случае дальнейшего роста цен на энергоносители или повышения популярности России в глазах инвесторов?

На наш взгляд, в такой ситуации ЦБ может попробовать использовать турецкий подход к денежно-кредитной политике, противоположный тому, что вырисовывается по итогам декабрьского заседания. В рамках этого подхода ставки по ОБР и депозитным операциям могут остаться на низких уровнях, чтобы дестимулировать приток краткосрочного капитала. В то же время ставки по инструментам предоставления ликвидности – прежде всего, ставка прямого РЕПО – могут быть повышены даже сильнее, чем в нашем базовом прогнозе, несмотря на связанную с этим большую волатильность ставок денежного рынка. При этом могут быть существенно повышены нормы обязательного резервирования, особенно по пассивам, привлеченным от нерезидентов. Кроме того, мы не исключаем, что может быть введено обязательное резервирование по операциям РЕПО.

Бразильский вариант – более агрессивное повышение ставок при введении ограничений на трансграничные потоки капитала – пока представляется не слишком вероятным из-за явного политического неприятия подобных мер на уровне руководства страны.

Для рынка рублевых облигаций необходимость использования альтернативных способов противодействия инфляции в условиях избыточной ликвидности, вероятно, будет означать более низкие уровни доходности по качественному долгу.

Займы Минфина: быть или не быть?

Одним из ключевых факторов риска для внутреннего рынка облигаций в 2011 году, на наш взгляд, будут заимствования Минфина. При этом главным фактором неопределенности являются не планы Минфина сами по себе, а то, насколько решительно он готов будет воплощать их в жизнь.

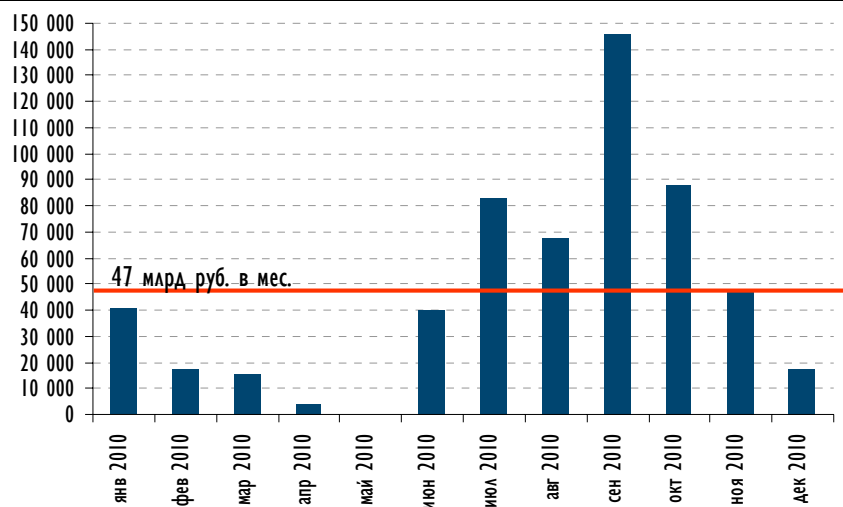
Согласно бюджету на 2011 год, Минфин планирует занять на внутреннем рынке 1,7 трлн руб., из которых около 20% приходится на рефинансирование. На первый взгляд, эти планы кажутся нереалистичными. Их выполнение потребует среднемесячной эмиссии ОФЗ в объеме около 142 млрд руб.



Для сравнения: в течение 2010 года номинальный объем средств, привлеченных Минфином на рынке ОФЗ, составил около 565 млрд руб. Здесь мы не учитываем крупные «целевые» привлечения по договоренности, аналогичные тому, что прошло в декабре 2010 года. Если брать обычные аукционные размещения, то в 2010 году Минфин в среднем в месяц занимал порядка 47 млрд руб. При этом в более успешном втором полугодии объем номинального среднемесячного привлечения средств с рынка ОФЗ составлял около 70 млрд руб. в месяц. А если взять самые удачные четыре месяца (июль–октябрь), то в это время объем среднемесячного привлечения достигал 96 млрд руб. в месяц.

Таким образом, планы Минфина на 2011 год подразумевают, что ежемесячно вне зависимости от рыночной конъюнктуры рынок будет абсорбировать предложение ОФЗ в объеме почти в полтора раза превышающим объем номинальной эмиссии ОФЗ в лучшие для Минфина месяцы 2010 года. На наш взгляд, при существующей структуре рынка ОФЗ и при нынешнем подходе Минфина к их размещению выполнить эти планы абсолютно нереально. Если конечно не использовать «нерыночные» опции.

Объем эмиссии ОФЗ в 2010 году, млн руб.



Источник: Минфин, Газпромбанк

Главный вопрос, возникающий в этой связи, – будет ли Минфин упорствовать в максимизации привлечения на внутреннем рынке, или нет. А если все же будет принято решение форсировать размещения на внутреннем рынке, то какие для этого будут использованы методы и к чему это приведет.

То, каков будет ответ на этот вопрос, в значительной степени определится средним уровнем цен на энергоносители в 2011 году. Согласно нашему базовому сценарию, средний уровень цен на нефть в 2011 году сложится на уровне 94 дол. за баррель марки Urals; при этом мы допускаем возможность реализации и более высоких цен. Этот прогноз заметно выше, чем заложенные в бюджете 75 дол. за баррель, поэтому мы полагаем, что, вероятнее всего, у Минфина не будет необходимости форсировать размещения на внутреннем рынке, и итоговый объем привлечения будет существенно меньше максимального заявленного объема.

В таком случае, Минфин, вероятнее всего, будет придерживаться своей обычной тактики, размещая большие объемы бумаг только в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры и избегая давать премии ко вторичному рынку. Существенные институциональные перемены на рынке маловероятны.

План «Б» для Минфина: эмиссионное финансирование или более высокие ставки

Ситуация заметно осложнится, если реализованный средний уровень цен на нефть окажется существенно ниже ожидаемых нами уровней. В таком случае Минфин окажется перед непростым выбором относительно того как финансировать бюджетный дефицит. К сожалению, на наш взгляд, имеющиеся у Минфина возможности стимулировать внутренние

заимствования невелики, и, по нашему мнению, попытки действовать агрессивно на рынке внутреннего долга скорее приведут к коллапсу кривых доходности и «вытеснению» с рынка частных заемщиков, нежели позволят выполнить план по внутренним заимствованиям.

Основная проблема рынка ОФЗ в его нынешнем состоянии – отсутствие спроса со стороны «реальных денег» (физические лица, институты коллективного инвестирования, различные фонды, не использующие кредитные плечи), а также невысокая привлекательность рынка для нерезидентов. Отсутствие этого спроса, на наш взгляд, в наибольшей степени объясняется устойчиво отрицательными реальными ставками на этом рынке на протяжении длительного периода времени.

В таких условиях основными покупателями ОФЗ являются банки, реализующую стратегию «кэрри-трейд» по отношению к ставкам денежного рынка. Этот спрос крайне неустойчив по своей природе и чувствителен к рыночным ожиданиям в отношении ставок межбанковского рынка. Для того чтобы сохранялся спрос на ОФЗ, требуется, чтобы на рынке существовали ожидания снижения или, как минимум, стабильности ставок МБК на уровнях, обеспечивающих прибыльность инвестиций в ОФЗ по текущим уровням доходности. Если на рынке появляются ожидания роста ставок денежного рынка, спрос на ОФЗ исчезает, как это произошло в декабре 2010 года после появления оснований ждать повышения ставок ЦБ.

На наш взгляд, пока «кэрри-трейд» является основным источником спроса на ОФЗ, превратить этот рынок в надежный источник фондирования бюджетного дефицита не удастся. При этом не помогут ни премии на аукционах, которые лишь приведут к давлению на кривые доходности, ни развитие рынка производных инструментов на ставки. Процентный риск является основным источником заработка для нынешних покупателей ОФЗ, и интерес к его хеджированию вряд ли будет высоким. Рынок производных на ставки, в случае его успешного развития, скорее станет еще одним спекулятивным инструментом, нежели поможет Минфину размещать новые займы.

В этой связи, на наш взгляд, у Минфина останется всего лишь две возможности: эмиссионное финансирование дефицита (через эмиссию еврооблигаций, использование средств резервных фондов или средств центрального банка) или же существенное повышение ставок на внутреннем долгом рынке и поиск спроса на новых уровнях. Размещение рублевых еврооблигаций, на наш взгляд, не является полноценной альтернативой, так как нерезиденты, похоже, не готовы предоставлять Минфину значительные ресурсы при существующем соотношении инфляции и доходности на внутреннем рынке.

Мы полагаем, что в случае реализации неблагоприятного сценария на товарных рынках и обострения проблемы бюджетного дефицита будут использованы обе альтернативы: частичное эмиссионное финансирование и поиск спроса на ОФЗ на новых уровнях доходности. Насколько эти уровни будут выше нынешних, зависит от того, какими в итоге сложатся цены на нефть.

Определенную угрозу для вторичного рынка облигаций представляет большая ориентация ЦБ на инфляционное таргетирование, что потребует реальных положительных ставок на рынке госбумаг (по нашим оценкам, это 8–10%, в зависимости от дюрации). К счастью для держателей рублевого долга, вероятность подобного развития событий в 2011 году, на наш взгляд, невелика.

Формы кривых и уровень ставок на локальном долгом рынке

На наш взгляд, форма и положение кривых доходности в 2011 году будут формироваться под воздействием противоречивой комбинации из более сильного рубля и избыточной ликвидности, с одной стороны, и более высоких процентных ставок по основным инструментам предоставления/абсорбирования ликвидности центрального банка, с другой.

Наличие на внутреннем рынке избыточной ликвидности, на наш взгляд, будет обусловлено позитивным сальдо торгового баланса (в соответствии с нашими ожиданиями по ценам на сырьевые товары), меньшим оттоком капитала и все еще существенными валютными интервенциями ЦБ. Кроме того, поставщиком ликвидности, вероятно, будет оставаться бюджетный дефицит. Необходимость повышения процентных ставок ЦБ обусловлена ростом инфляционных рисков и чрезмерным оттоком капитала.

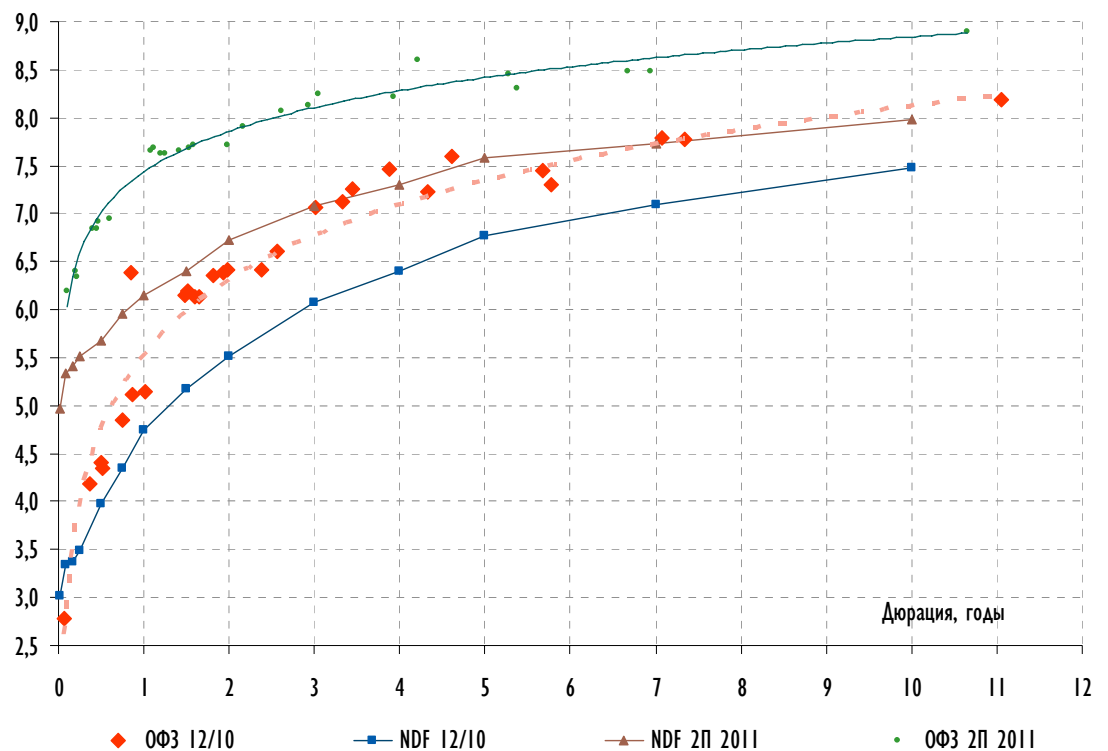


Итогом подобного сочетания факторов, вероятно, будет довольно высокий аппетит к риску и к покупке долговых инструментов, однако концентрироваться он будет преимущественно на более высоких уровнях доходности, особенно в случае с короткими инструментами.

В целом мы полагаем, что 2011 год будет характеризоваться более плоскими кривыми доходности, и это касается как офшорных, так и локальных рублевых процентных ставок.

Мы полагаем, что своего пика локальные процентные ставки могут достичь к концу первого – началу второго квартала 2011 года, до того момента как цикл повышения ставок ЦБ будет завершен, после чего в отсутствие внешних потрясений рублевые кривые доходности будут сохранять стабильность, с возможностью снижения ставок ближе к концу 2011 года.

Индикативные рублевые кривые доходности на конец 2010 – середину 2011 г.



Источник: Bloomberg, ММВБ, Газпромбанк

Мы полагаем, что если наши ожидания по ставкам ЦБ и уровню банковской ликвидности оправдаются, то доходности коротких ОФЗ (с дюрацией до 2 лет) могут подрасти в пределах 2 п. п., а доходность средне- и долгосрочных ОФЗ с дюрацией 4–7 лет может увеличиться примерно на 0,7–1,0 п. п. Если говорить про доходность одного из наиболее ликвидных выпусков ОФЗ26203, то мы не исключаем, что в какой-то момент она может достигнуть отметки 8,50%.

Мы не думаем, что в 2011 году в отсутствие серьезных потрясений, связанных, прежде всего, с ценами на нефть и глобальным аппетитом к риску, возможна ситуация, когда доходность 4-5 летних ОФЗ в течение длительного промежутка времени будет оставаться выше 8,50%. Насколько мы понимаем, при ожидаемом нами уровне инфляции (8,0%), положительном сальдо торгового баланса и укреплении курса рубля доходность среднесрочных госбумаг выше 8,50% привлечет значительный интерес нерезидентов к этому рынку, что поможет стабилизировать ставки.

Примерно ту же динамику мы ожидаем и от офшорных ставок (NDF/CCS). При этом мы не думаем, что в ближайшее время возможна ситуация, когда доходность долгосрочных ОФЗ опустится ниже кривой NDF, которая наблюдалась перед кризисом 2000 года. Сейчас, в отличие от предкризисных лет, потребность Минфина в деньгах гораздо выше,

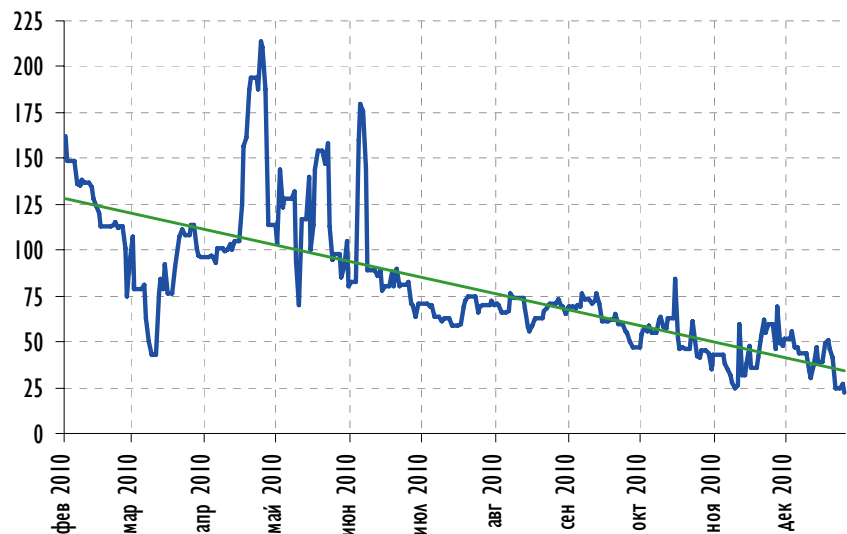


поэтому, вероятнее всего, он будет использовать любой всплеск рыночного интереса к ОФЗ для размещения максимально возможного количества бумаг. Такое положение дел, на наш взгляд, серьезно ограничивает потенциал роста цены ОФЗ даже при благоприятной конъюнктуре.

Спреды по первому эшелону могут расширяться

Год 2010 характеризовался устойчивым сужением спредов по долгам первого-второго эшелонов к ОФЗ, в результате чего значение этих спредов достигло минимальных оправданных уровней с учетом разницы в ликвидности, уровне дисконтов по РЕПО и просто в кредитном качестве между ОФЗ и остальным рынком. Для примера: спред облигаций РЖД в начале 2010 года превышал 150 б. п., на конце года длинные бумаги РЖД предлагали спред к ОФЗ на уровне менее 50 б. п.

Спред РЖД-23 к ОФЗ25071, б. п.



Источник: Bloomberg, ММВБ, Газпромбанк

На наш взгляд, сужение спредов между корпоративными облигациями и ОФЗ объясняется двумя основными силами противоположной направленности. С одной стороны ставки на вторичном рынке корпоративных облигаций снижались в результате избыточной банковской ликвидности и «погони за доходностью». С другой стороны, снижение доходности ОФЗ сдерживали агрессивные заимствования Минфина во втором полугодии, который использовал увеличение рыночного спроса для наращивания первичного предложения.

Стоит отметить, что в отсутствие ожиданий роста ставок ЦБ или ухудшения ситуации с ликвидностью спрос на первичном рынке был высоким, что позволяло корпоративным заемщикам размещаться не только без премии ко вторичному рынку, но и зачастую с дисконтом. Такое положение дел также способствовало сужению спредов, несмотря на довольно солидный объем первичного предложения. По оценкам Bloomberg, в период с начала года по середину декабря 2010 локальных облигаций без учета ОФЗ и ОБР было размещено на сумму около 855 млрд руб., что примерно соответствует 74 млрд руб. в месяц.

Мы полагаем, что ситуация может измениться в 2011 году, и она уже не будет способствовать сужению спредов по корпоративным долгам (не говоря уже о том, что потенциала для их дальнейшего сужения и без того нет). Заимствования Минфина, скорее всего, по-прежнему будут давить на кривую ОФЗ снизу, но в условиях ужесточения политики ЦБ влияние этого давления на спреды может быть иным. Вероятно, что из-за повышения ставок ЦБ в первом полугодии желание инвесторов покупать корпоративный долг на первичном рынке снизится по сравнению с 2010 г. В то же время аппетит эмитентов к эмиссии рублевого долга, скорее всего, останется довольно высоким. В таких условиях, скорее всего, рынок



вернется к практике премий на «первичке», что, в свою очередь, будет способствовать плавному расширению спредов по качественным корпоративным и банковским долгам.

Итоговая величина расширения спредов, вероятно, будет зависеть от степени агрессивности заемщиков на первичном рынке. При этом выход спредов бумаг первого эшелона к ОФЗ на средний уровень в 100 б. п. представляется нам весьма вероятным. Если наложить этот спред на ожидаемые нами ставки ОФЗ, то получится, что к середине 2011 года корпоративный первый эшелон на локальном долговом рынке будет занимать под ставку, близкую к 9% по трехлетним бумагам.

Мы также не исключаем, что в какой-то момент может сформироваться как бы два параллельных рынка: «старых» бумаг – неликвидных и торгуемых на низких уровнях доходности – и «новых», более ликвидных и размещенных уже по новым уровням доходности. Подобная ситуация наблюдалась летом 2008 года накануне наступления острой фазы кризиса.

Мы также не исключаем расширения спредов по второму и немногочисленному третьему эшелонам, однако здесь процесс может идти менее активно, так как объем первичного предложения в этом сегменте рынка может снизиться из-за того, что рост доходности сделает более привлекательным банковское кредитование.



Взгляд на сектора

Нефтегазовая отрасль

Влияние на кредитный риск компаний будут оказывать ряд факторов:

- ▶ **Рост средней цены на нефть до 94 дол.** за баррель в 2011 году (+18,2% г/г). Подорожание нефти будет связано с продолжением роста спроса со стороны как развитых, так и развивающихся стран, ростом себестоимости добычи, нежеланием стран ОПЕК спешить увеличивать квоты при текущих уровнях цен и сохранением интереса к нефти со стороны финансовых инвесторов.
- ▶ **Рост инвестиционных программ.** Большая потребность в инвестициях как в разработку нефтегазовых месторождений, так и в переработку углеводородов.
- ▶ **Рост M&A активности.** В стремлении приумножить ресурсную базу нефтяные компании готовы рассмотреть покупку активов как в России, так и за рубежом. До сих пор высокие цены на углеводороды смягчали последствия недавних приобретений нефтегазовых компаний, и рейтинговые агентства в худшем случае ограничивались изменением прогноза рейтинга. В случае сохранения чрезмерных M&A аппетитов ряд компаний могут столкнуться со снижением кредитного рейтинга.
- ▶ **Рост налоговой нагрузки в 2011–2013 годах.** Режим налогообложения является одним из наиболее важных факторов, влияющих на денежные потоки нефтегазовых компаний. Задуманные налоговые изменения в целом приведут к умеренному росту налоговой нагрузки сектора и не должны оказать значительного негативного влияния на кредитные метрики российских нефтегазовых компаний. Тем не менее риск неблагоприятного новостного фона сохраняется. Так как одной из целей изменений режима налогообложения является стимулирование инвестиций в производство светлых нефтепродуктов, компании будут в разной степени подвергнуты влиянию данных изменений.

Подробнее эти факторы рассматриваются в *Стратегии по рынку акций*.

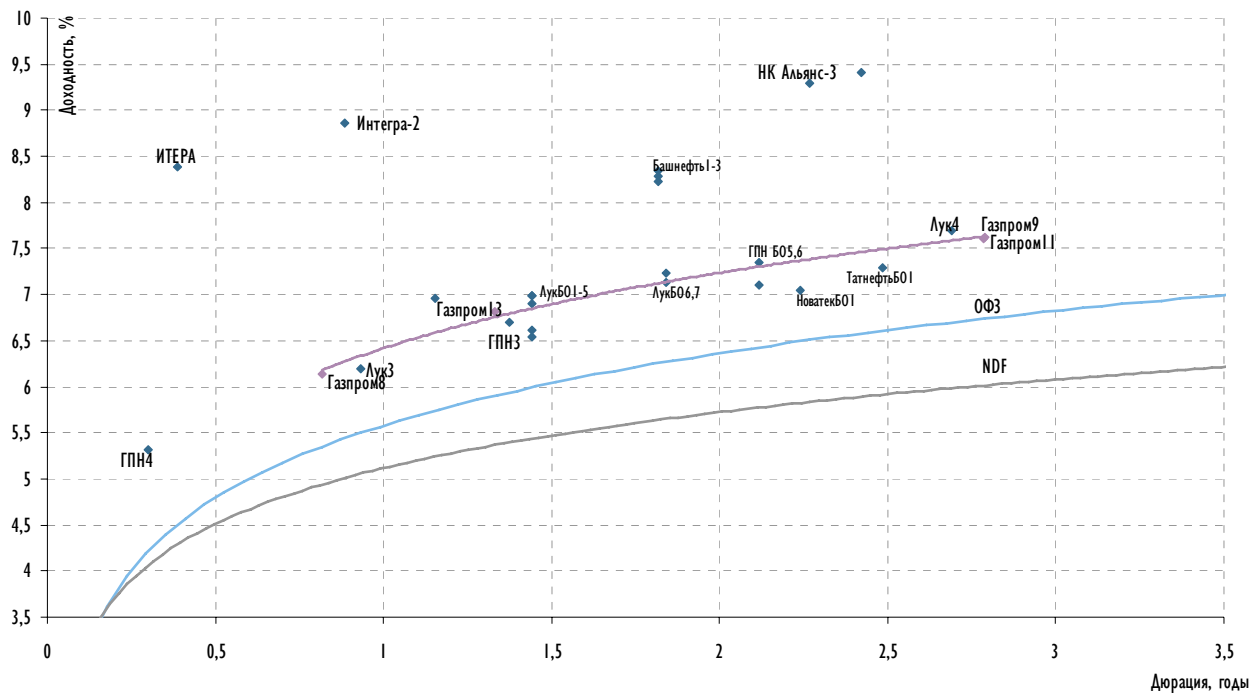
Принимая во внимание сильную зависимость государства от поступлений нефтегазового сектора, мы рассматриваем выпуски нефтегазовых компаний с кредитным рейтингом инвестиционного уровня, в первую очередь – выпуски **Газпрома** (BBB-/Baa1/BBB), **Лукойла** (BBB-/Baa2/BBB-) и **ТНК-ВР** (BBB-/Baa2/BBB-) – как альтернативу суверенному риску, предлагающие премии на уровне 50–100 б. п. к суверенным кривым.

В секторе нет фундаментально недооцененных выпусков, в силу высокой волатильности на рынках регулярно возникают relative value возможности. Первичные размещения выпусков еврооблигаций также традиционно предоставляют инвесторам возможность заработать. Тем не менее в силу благоприятной ситуации на рынке углеводородов крупнейшие нефтегазовые компании будут располагать достаточным денежным потоком для финансирования инвестиционных программ и выплаты дивидендов и, скорее всего, будут редкими гостями на рынке еврооблигаций. Займы могут потребоваться либо для финансирования крупных M&A сделок, либо для рефинансирования. Среди тех, кто уже объявил о своих планах по выходу на рынок еврооблигаций, – **НОВАТЭК** (BBB-/Baa3/BBB-); мы также не исключаем, что ТНК-ВР заменит часть кредитных линий для финансирования приобретений.

Среди отдельных эмитентов отметим выпуски ТНК-ВР, которые в прошлом были наиболее волатильны. Так, только в 2010 году цена облигаций эмитента оказалась очень чувствительной как к аварии на добывающей платформе ВР в Мексиканском заливе, так и к планам самой компании по новым приобретениям. Судя по всему, компания готова рассматривать возможности приобретения, финансирование которых может потребовать привлечение дополнительного долга.

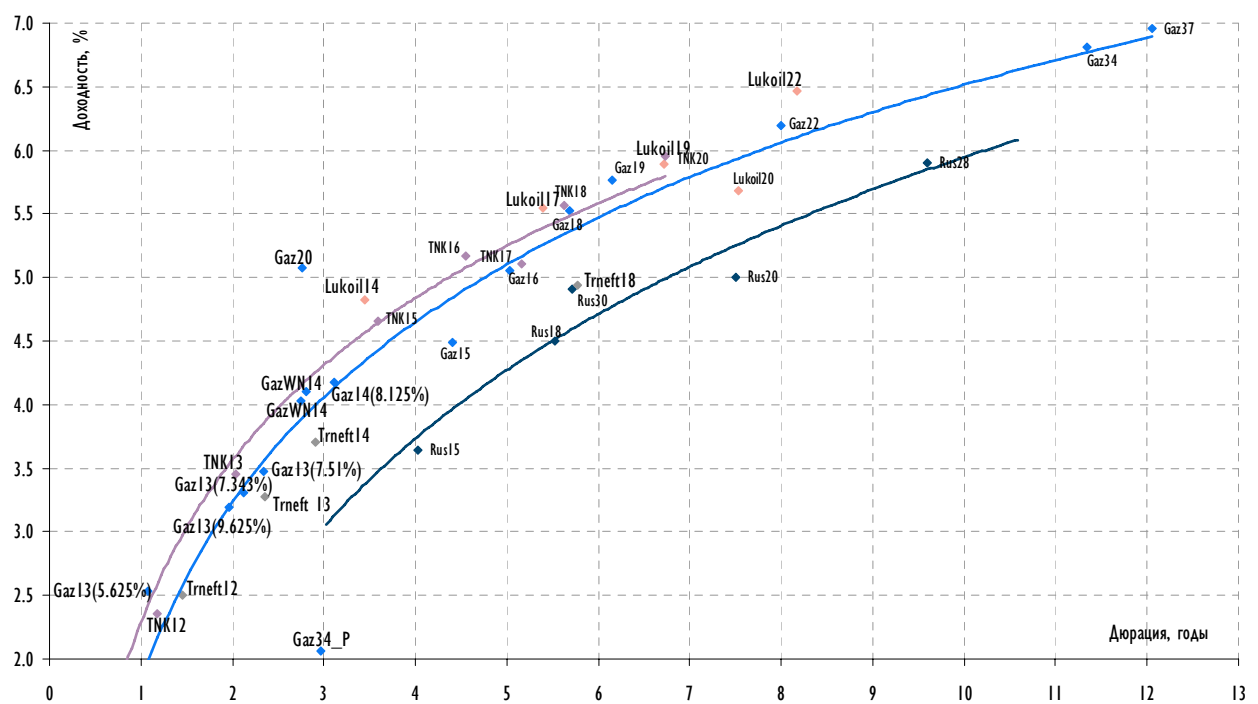


Кривые доходности нефтегазового сектора, рублевые облигации



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк

Кривые доходности нефтегазового сектора, еврооблигации



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк



Металлургия и добывающая отрасль

Поддержка со стороны ценовой конъюнктуры в 2011 сохраняется. 2010 год для российских металлургических компаний стал периодом активного восстановления денежных потоков после кризиса благодаря общему восстановлению мировой экономики и крайне удачной рыночной конъюнктуре. Растущие цены на основное сырье в мире – коксующийся уголь (+30% YTD) и железную руду (+55%, спотовые цены в Китае) – были переложены на конечных потребителей, увеличивших спрос на фоне сокращения запасов. В частности, экспортные цены для производителей СНГ (FOB, порты Черного моря) с начала года выросли в пределах 16% (горчечатанный прокат) – 44% (заготовка), внутренние цены на длинный прокат (арматура) прибавили 34% (данные Металлэксперта).

В 2011 году металлургическая отрасль по-прежнему будет испытывать поддержку со стороны ценовой конъюнктуры, хотя повторить успех уходящего года вряд ли удастся: средний рост цен на сталь для российских компаний, по прогнозам отраслевых аналитиков Газпромбанка, в 2011 году может составить порядка 5% на фоне давления со стороны растущих цен на уголь и руду (в пределах 10%).

Сохраняющийся тренд на рост стоимости сырья (или, по крайней мере, отсутствие явных перспектив снижения) подчеркивает конкурентные преимущества российских металлургов, обеспечивающих существенную долю потребностей по коксующемуся углю и железной руде за счет собственных добывающих мощностей. В наиболее выигрышном положении оказываются **Евраз** и **Северсталь**, имеющие наиболее полную интеграцию в России.

Движущая сила роста в 2011 году – восстановление внутреннего спроса. В 2011 году «точкой роста» для российских компаний металлургического сектора может стать дальнейшее восстановление внутреннего спроса. В частности, мы ожидаем увеличения потребления сортового проката. В 2010 году потребление арматуры в России, согласно данным Металлэксперта, заметно выросло, достигнув в октябре 80% от докризисных максимумов. Хотя объемы бизнеса строительных и девелоперских компаний в России пока, очевидно, не дотягивают до докризисных уровней (мы полагаем, что заемные ресурсы для существенной массы девелоперов остаются труднодоступными), поддержку строительной отрасли оказывают государственные расходы. В частности, недавно продленная на 2011–2015 годы федеральная целевая программа «Жилище» предполагает инвестиции более 20 млрд долл. (620 млрд руб.) в стимулирование спроса (обеспечение жильем малообеспеченных групп населения) и предложение жилья эконом-класса, в том числе 291 млрд руб. средств федерального бюджета. Кроме того, реализация сразу нескольких больших инфраструктурных проектов (строительство объектов для Сочинской олимпиады 2014 г., саммита АТЭС 2012 г., чемпионата мира по футболу в 2018 г.) также должна позитивно сказаться на объемах внутреннего потребления сортового проката в России. Рост спроса на сортовой прокат наиболее позитивно должен сказаться на результатах **Евраз** («номер один» в этом сегменте на российском рынке), а также **НЛМК** и **Мечел**.

Помимо производителей сортового проката, хорошие перспективы с точки зрения внутреннего спроса в 2011 году, очевидно, будут иметь трубные компании, в частности **ТМК**, благодаря активной стадии реализации инфраструктурных проектов Газпрома и Транснефти (трубы большого диаметра) и ожидаемого нами 15–20%-ного роста капитальных затрат российских нефтяных компаний (трубы нефтегазового сортамента). Кроме того, рост потребления ТБД окажет поддержку продажам и рентабельности **ММК**, производящего толстый лист для производства труб большого диаметра с наиболее высокими качественными характеристиками.

Восстановление кредитного профиля российских металлургических компаний продолжится. В целом мы ожидаем дальнейшего улучшения кредитных метрик российских компаний металлургического сектора по мере роста продаж и денежных потоков. При этом предложение нового публичного долга со стороны металлургов на рублевом и валютном сегментах рынка будет меньше, чем в 2010 г., учитывая существенный прогресс многих компаний в плане оптимизации долгового портфеля (в



частности, **Евраз**). На наш взгляд, с точки зрения потребностей в рефинансировании увеличить предложение на первичном рынке могут **ТМК** (B/B1/-) и **Мечел** (-/B1/-), а также **Северсталь** (BB/Ba3/B+).

Торговые идеи: рублевые бонды Евраз (B/B1/B+) – по-прежнему лучше Мечела (-/B1/-). Мы полагаем, что рублевые облигации Евраз (B/B1/B+) по-прежнему недооцениваются рынком. Бумаги уже в течение длительного времени торгуются на одном уровне с облигациями Мечела, что, на наш взгляд, не отражает существующую разницу в кредитном качестве. Мы полагаем, что Евраз в следующем году будет опережать Мечел с точки зрения генерации свободного денежного потока благодаря менее агрессивным инвестиционным аппетитам, а значит, имеет больший потенциал для снижения леввериджа. Как следствие, кредитные рейтинги двух компаний, которые сейчас находятся на одном уровне, имеют все шансы «разойтись» уже в первой половине следующего года «в пользу» Евраз, который может вернуться в категорию заемщиков «BB» после опубликования отчетности за 2010 г. На наш взгляд, повышение рейтинга может стать триггером для реализации уже давно очевидной торговой идеи в выпусках Евраз на фоне увеличения лимитов на бумаги. В текущих условиях мы видим потенциал снижения доходности в рублевых бумагах Евраз как минимум на 50 б. п. При этом в случае реализации негативного сценария на рынке (рост ставок) бумаги можно рассматривать в качестве «защитных».

Телекоммуникации

Фиксированная связь: новое имя на рынке. Одним из главных событий в российской телекоммуникационной отрасли в 2011 году станет появление нового национального чемпиона – объединенного Ростелекома, облигации которого заменят оставшиеся в обращении выпуски региональных компаний связи. Новая компания будет сопоставима по масштабам и кредитным метрикам с лидерами отрасли – **Vimpelcom Ltd.** (–/–/–) и **МТС** (BB/Ba2/BB+), – и мы ожидаем, что Ростелеком получит оценку рейтинговых агентств на аналогичном уровне или выше (с учетом фактора государственной поддержки). Торгующиеся выпуски региональных телекомов не представляют интереса с точки зрения возможности покупки долга новой объединенной компании, учитывая ограниченную ликвидность и преимущественно короткую дюрацию. В то же время мы не исключаем нового предложения со стороны Ростелекома в течение года, если компания выберет агрессивную стратегию роста за счет новых приобретений.

Мобильные телекомы: рост конкуренции подталкивает к более агрессивным стратегиям. Динамика операционных показателей в отрасли (ARPU, трафик) в 2010 году в целом свидетельствует о восстановлении спроса на мобильную связь в России. В то же время мы обращаем внимание на растущую конкуренцию в отрасли (прежде всего со стороны Мегафона), подталкивающую компании мобильной связи к росту капитальных расходов и экспансии на новые рынки. Наиболее агрессивную стратегию преследует **Vimpelcom Ltd.** (планируемая сделка с Weather Investments), тогда как **МТС** довольствуется небольшими приобретениями в России, направленными на укрепление позиции в отдельных высокомаржинальных сегментах телекоммуникационного рынка (широкополосный доступ). Стратегия **МТС** в отношении географической экспансии бизнеса пока довольно консервативна – компания отказалась от участия в приватизации Укртелекома, крупнейшего оператора фиксированной связи на Украине. В то же время, мы обращаем внимание на довольно существенные расходы, связанные с приобретением различных активов у материнской АФК «Система»: 440 млн долл. на покупку ЗАО «Система Телеком» (владеет брендами телекоммуникационных компаний группы) в 4К10 и ожидаемый в 2011 году выкуп миноритарной доли в **МГТС** (по оценкам Газпромбанка, 450 млн долл.). В более долгосрочной перспективе фактором риска также является выкуп у Системы телекоммуникационного бизнеса в Индии (Shyam TeleServices).

Ждем роста предложения на публичном рынке. Более агрессивная стратегия роста, вместе с относительно высокими объемами погашения долга (почти 2 млрд долл. и 1 млрд долл. у **Vimpelcom Ltd.** и **МТС** в 2011 году, 750 млн долл. и около 2 млрд долл. в 2012 г), на наш взгляд, будет подогревать аппетит компаний мобильной связи к новому предложению на рынках публичного долга – как на локальном рынке, так и в сегменте еврооблигаций. При этом новых выпусков евробондов от **Vimpelcom Ltd.** (скорее всего, от российской «дочки», ОАО «Вымпелком») стоит ожидать уже в первой половине года, если в итоге сделка по приобретению активов Weather Investments состоится. Мы не исключаем также, что на рынок долга вернется Мегафон: компания имеет в запасе зарегистрированные выпуски рублевых облигаций на 30 млрд руб.

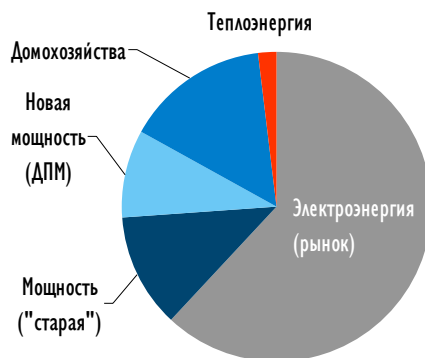
Торговые идеи: Вымпелком (BB+/Ba2/–) – риски учтены. На наш взгляд, основные риски для держателей евробондов Вымпелкома, связанные с планируемой сделкой (возможное понижение кредитных рейтингов из-за роста леввериджа российской «дочки» и перераспределения средств в пользу материнской компании **Vimpelcom Ltd.**), на настоящий момент достаточно справедливо учтены в котировках. Текущая премия выпуска **Вымпелком-18** к **МТС-20** в терминах Z-спреда составляет около 40 б. п., тогда как в октябре – ноябре она превышала 80 б. п. Стоит отметить, что у торгующихся выпусков Вымпелкома может появиться существенный потенциал роста, если наметившиеся в конце декабря противоречия между акционерами (Telenor, Altimo) по поводу сделки с Weather Investments приведут к ее срыву.



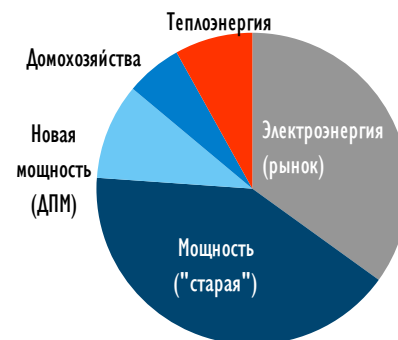
Электроэнергетика

Дальнейшая либерализация рынков. С января 2011 года запланирована полная либерализация рынка электроэнергии за исключением отдельных групп потребителей (для населения тарифы будут либерализованы с 2014 года), и потребителей отдельных регионов (Дальний Восток, Архангельская область, Калининградская область и пр.). В результате порядка 85–90% электроэнергии в среднем будет продаваться по нерегулируемым ценам. Тем не менее, принимая во внимание, что выручка генерирующих компаний (ТГК и ОГК) кроме реализации электроэнергии формируется за счет продажи мощности и теплоэнергии, то в выигрыше прежде всего будут ОГК. По нашим оценкам, либерализация коснется 60% всей выручки оптовых компаний, в то время как у ТГК – только порядка 35%.

Структура выручки ОГК



Структура выручки ТГК

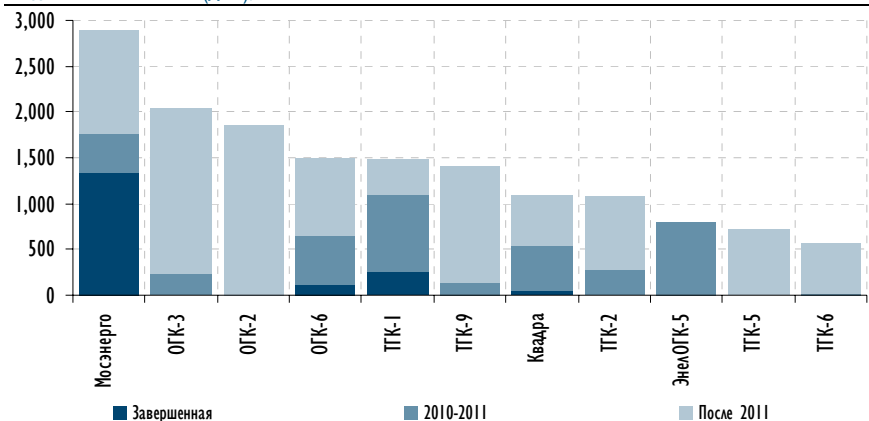


Источник: компании, оценки Газпромбанка

Источник: компании, оценки Газпромбанка

Ввод новых мощностей. В зависимости от срока ввода мощности, ее рынок делится на две части: мощности, созданные до 2007 года (существуют ограничения на максимальный тариф), и новая мощность на основе Договора на предоставление мощности (ДПМ), которые гарантируют возврат инвестиций в течение 15 лет. В выигрыше будут генерирующие компании, которые активно вводят новые объекты, что позволяет компаниям рассчитывать на более высокую загрузку мощностей в силу более высокой эффективности новых энергоблоков. По нашим оценкам, разница в тарифах на «новую» и «старую» мощность может составлять от 4 до 10 раз (оценка для 2010 года) в зависимости от типа станций и энергетической зоны.

Ввод новых мощностей (ДПМ), эмитенты облигаций



Источник: правительство РФ, Газпромбанк

Изменения регулирования тарифов на теплоэнергию произойдут не ранее 2012 года, когда будет введен механизм долгосрочного установления тарифов (предположительно RAB). Это должно добавить предсказуемости денежному потокам, прежде всего ТГК, выручка которых примерно на 50% формируется за счет продажи теплоэнергии.



Что касается сетевых компаний, более ясная картина с ФСК, для которой известны ставки RAB на ближайшие 5 лет. Для МРСК продолжится процесс перехода отдельных РСК на RAB-регулирование, однако вряд ли стоит ждать роста присутствия этих компаний на долговом рынке.

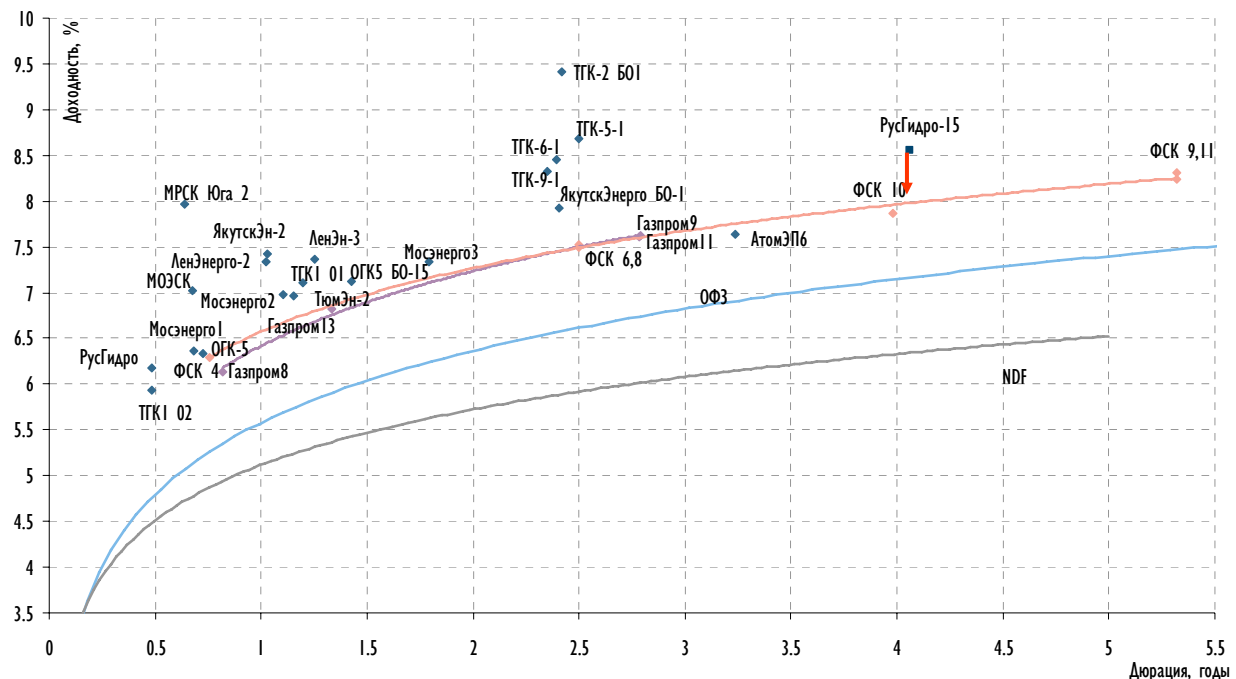
Продолжение М&А активности. Акционерная поддержка остается одним из важных показателей кредитоспособности компаний электроэнергетики. В предстоящем году будет продолжена консолидация сектора, что, с одной стороны, позволит ряду компаний усилить свой кредитный профиль поддержкой стратегических инвесторов, а с другой – увеличить потребности компаний в заемных средствах для финансирования как сделок, так и инвестиционных программ.

Группа «Газпром» (BBB/Baa1/BBB) уже объявила об объединении по меньшей мере двух дочерних компаний ОГК-2 и ОГК-6 в 2011 году, и нельзя исключать, что в единый энергетический холдинг будут консолидированы Мосэнерго и ТГК-1. Другими центрами консолидации являются **КЭС-Холдинг** (владеет долями в ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9 и Волжской ГЭС), **РАО ЭС Востока** (ДЭК, Якутскэнерго, Магаданэнерго, Камчатэнерго и Сахалинэнерго). Не стоит забывать и про игроков, пока не представленных на долговом рынке, таких как планирующее IPO Евросибэнерго (Иркутскэнерго и Красноярская ГЭС), СУЭК (Кузбассэнерго, Енисейская ТГК) и ИНТЕР РАО ЭЭС.

Высокая потребность в инвестициях заставит компании активно привлекать долговое финансирование. В силу того, что выручка большинства российских электроэнергетических компаний номинирована в рублях, компании будут прибегать в основном к рублевым заимствованиям. По нашим грубым оценкам, в 2011–2013 годах ежегодные инвестиции в электроэнергетику могут составить порядка 20 млрд долл. в год.

Среди отдельных имен, на наш взгляд, наиболее недооцененным остается выпуск рублевых еврооблигаций **РусГидро (BB+/Ba1/BB+)**, который, на наш взгляд, предлагает щедрю премию к кривой доходности **ФСК ЭЭС (BBB/Baa2/-)** – порядка 50-60 б. п. Кроме того, мы считаем, что рейтинговые агентства могут положительно отреагировать на улучшение операционных и финансовых показателей компании по итогам 2010 года.

Рублевые облигации



Источник ММВБ, Газпромбанк



Отдельно стоит остановиться на **Атомэнергопроме** (BBB-/—/—). Компания дебютировала на рынке облигаций в конце 2009 года и, судя по всему, готова будет вернуться на рублевый рынок облигаций во второй половине 2011 года. Выпуск облигаций, размещенный летом 2010 г., торгуется на одной кривой доходности с выпусками ФСК, что, на наш взгляд, является справедливым уровнем. Тем не менее в 2012 году компания планирует опубликовать отчетность по МСФО за 2011 год, что может расширить базу инвесторов и повлечь за собой положительную реакцию рейтингового агентства. В более отдаленной перспективе компания не исключает выпуска и еврооблигаций — от зарубежных проектов компания получает выручку, номинированную в иностранной валюте, что позволит сбалансировать валютные риски.



Транспорт

В настоящее время транспорт остается одним из самых обещающих секторов российской экономики. В 2010 году объемы перевозок превысили первоначальные прогнозы: рост коммерческого грузооборота оценивается на уровне 7,2%. В частности, объемы перевозок железнодорожным транспортом выросли более чем на 8%, перевалка грузов в портах – на 6,7%, авиаперевозки пассажиров – на 30%. В 2011 году ожидается сохранение высоких темпов роста, что позволит превысить докризисные уровни. В этой связи у компаний появится потребность как в наращивании, так и в модернизации перевозочных и перегрузочных мощностей, что может привести к росту долговой нагрузки. В то же время дебютанты рынка облигаций могут представлять интерес как истории с возможностью улучшения кредитного риска.

Как показал 2010 год, часть ресурсов компании готовы привлекать на долгом рынке. Хорошие перспективы роста сектора, поддерживаемые как восстановлением экономической активности (мировой и российской), так и все большей вовлеченностью России в транзитную перевозку грузов, привлекают в сектор все больше инвесторов. Это ведет к росту M&A активности, что вместе с ожидаемой приватизацией государственных пакетов акций в 2011–2013 годах (в частности приватизация не ранее 2013 года 25%-1 акция РЖД, 50%-1 акция Совкомфлота) ведет к переоценке такого фактора как акционерная поддержка. Для еврооблигаций компаний это грозит исключением из индекса EMBI Diversified.

Железнодорожные перевозки. Особенностью сегмента железнодорожных перевозок является продолжение привлечения частного капитала в сектор, в том числе за счет продажи долей в дочерних компаниях принадлежащих РЖД (BBB/Baa1/BBB). В частности, в 2010 году была продана 35%-ная доля в компании «Трансконтейнер» (-/Ba2/BB+). Пока открытым вопросом остается уровень роста тарифов на железнодорожные перевозки в 2012–2013 годах; возможно, некоторая ясность в этом вопросе появится весной 2011 года. Долговые аппетиты монополии будут зависеть от уровня тарифов, а также от поступлений от продажи активов.

В дальнейшем не исключается уменьшение доли РЖД в Трансконтейнере, а также продажа долей в Первой грузовой компании (BBB-/BBB-) и Второй грузовой компании.

Авиаперевозки. Несмотря на бурные темпы роста объемов перевозок пассажиров, свободные денежные потоки компаний будут находиться под давлением роста расходов на топливо, а также необходимых инвестиций в обновление воздушного флота. Дополнительное влияние на кредитный профиль **Аэрофлота** (-/BB+) в 2011 году может оказать возможная потеря платежей за пролет иностранных судов над территорией России, а также продажа контрольного пакета акций в ОАО «Терминал» и объединение с авиационными активами ГК «Ростехнологии».

Порты и морские перевозки. Данный сегмент на рынке представлен в основном НМТП (BB+/Ba1/-) и Совкомфлотом (-/Baa3/BBB-), которые в настоящее время активно расширяют свои мощности и финансируют рост за счет привлечения долгового капитала. Мы не исключаем, что рост долговой нагрузки может вызвать снижение кредитных рейтингов, что, в свою очередь, окажет негативное давление на котировки еврооблигаций. В случае чрезмерной реакции рекомендуем инвесторам быть готовыми к покупке.



Банки

Перспективы функционирования российских банков в 2011 году остаются довольно неоднозначными.

Несмотря на обозначившиеся признаки восстановления, спрос на кредиты как со стороны населения, так и юридических лиц остается умеренным. В следующем году мы прогнозируем прирост розничного портфеля российских банков на уровне 18%, корпоративного – 13%, что должно оказаться несущественно выше уровня инфляции (которая, по нашим ожиданиям, вряд ли опустится ниже 8%). При этом банковский рынок останется «рынком покупателя» – спрос на кредитные ресурсы будет оставаться меньше предложения.

Вследствие этого факта давление на чистую процентную маржу российских кредитных организаций сохранится (мы солидарны с руководителями ряда банков, которые ожидают, что в 2011 году показатель останется на невысоких по историческим меркам уровнях конца 2010 года – в диапазоне 4–6% у большинства универсальных организаций). Качество кредитных портфелей банков продолжит улучшаться, однако происходить это, как и в 2010 году, будет прежде всего за счет списания «плохих долгов», а не возврата проблемных кредитов (по оценкам аналитиков Moody's, уровень возврата в среднем не должен превысить 50%). К тому же концентрация крупных кредитных рисков, скорее всего, также останется на высоком уровне.

С другой стороны, структура фондирования российских банков останется благоприятной с доминированием клиентских средств: беззалоговые кредиты ЦБ ушли в прошлое, а идея фондировать рост за счет прежде всего оптовых заимствований уже мало кому импонирует. Нынешняя высокая капитализированность (сводный показатель Н1 по системе в 18,2%, по состоянию на 1 ноября 2010 г.) оставляет банкам существенный запас прочности даже с учетом ожидаемого роста кредитной активности и постепенного ужесточения требований регулятора. К тому же риски рефинансирования российских банков в следующем году невелики (по нашим оценкам, объем оферт и погашений в секторе составит не более 300 млрд руб. на внутреннем облигационном рынке и не более 9 млрд долл. – на внешнем), особенно на фоне по-прежнему избыточной ликвидности.

Таким образом, мы не склонны ожидать существенного укрепления кредитных профилей российских банков в среднем по системе, однако и дефолты должны остаться единичными (так называемый «фактор Межпромбанка»). Мы находим более чем уверенными нынешние позиции госбанков, нам также нравятся успехи розничных банков – прежде всего, давно присутствующих на рынках и обладающих достаточным опытом в секторе.

Из рублевых облигаций российских банков в короткой части кривой мы могли бы обратить внимание инвесторов на выпуски **КБ Восточный БО-05** (УТР 9,2% @ апрель 2012 г.), **КБ Ренессанс Капитал-02** (УТР 10,8% @ апрель 2012 г.) и **КБ Ренессанс Капитал-03** (УТР 11,4% @ июль 2011 г.). Нам также все еще нравится доходность **МДМ Банк-08** (УТР 8,5% @ июль 2013 г.) – в силу излишней премии к более коротким инструментам банка.

В сегменте еврооблигаций мы по-прежнему видим потенциал сужения спредов у выпусков **SBERRU15** (УТМ 4,93% @ июль 2015 г.), **VTB 15** (УТР 5,36% @ март 2015 г.) и **VTB 20** (УТМ 8,76% @ октябрь 2020 г.). Мы также рекомендуем инвесторам внимательно следить за размещениями новых бумаг в течение года (ожидаются и обещают быть небезынтересными выпуски ХКФ Банка, Банка «Русский стандарт», МДМ-Банка).



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Трейдинг

Денис Филипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

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

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