

# *VIII Российский Облигационный Конгресс:* **2011 год- От ставок к спреду**

*Декабрь 2010*

Дмитрий Дудкин, CFA  
Дирекция анализа долговых инструментов, Уралсиб  
[dudkindi@uralsib.ru](mailto:dudkindi@uralsib.ru)

- Посткризисная политика:
  - США осуществляют второй этап количественного смягчения
    - Он подразумевает покупки Treasuries на открытом рынке в объеме до 75 млрд долл. ежемесячно до июня 2011 года включительно
    - Общий объем денежной эмиссии может превысить 600 млрд долл.
  - Европа фокусируется на бюджетной дисциплине
- Последствия:
  - Долгосрочная слабость доллара по сравнению с евро
  - Потенциал для роста доходностей в США вслед за ростом инфляции
  - Хорошая перспектива для рынков сырья, включая нефть

- Вопрос суверенного долга стран Еврозоны будет поднят в 2011 году не один раз
- Мы не увидим суверенного дефолта в зоне евро
- Фонда ЕС/МВФ размером 750 млрд евро должно хватить на помощь «пострадавшим» в 2011 году
- Стоимость допущенного суверенного дефолта может оказаться значительно выше
- ЕЦБ имеет возможность покупать бумаги стран зоны евро на открытом рынке для снижения ценовой волатильности
- В целом, мы ожидаем, что Европа сможет справиться с долговым кризисом

**Наша цель по 10-летней ноте на конец 2011 года – 4,5%**

Исторический график доходности US10Y на логарифмической шкале, % годовых



Источник: Bloomberg

## Суверенный долг РФ "подешевел" на 50–100бп по сравнению с аналогами по итогам кризиса

Разница между 5-летними CDS-спредами России и Бразилии, Турции, Мексики, бп



Источник: Bloomberg

## Сжатие спреда до 100бп, но рост доходности до 5,5% на конец следующего года

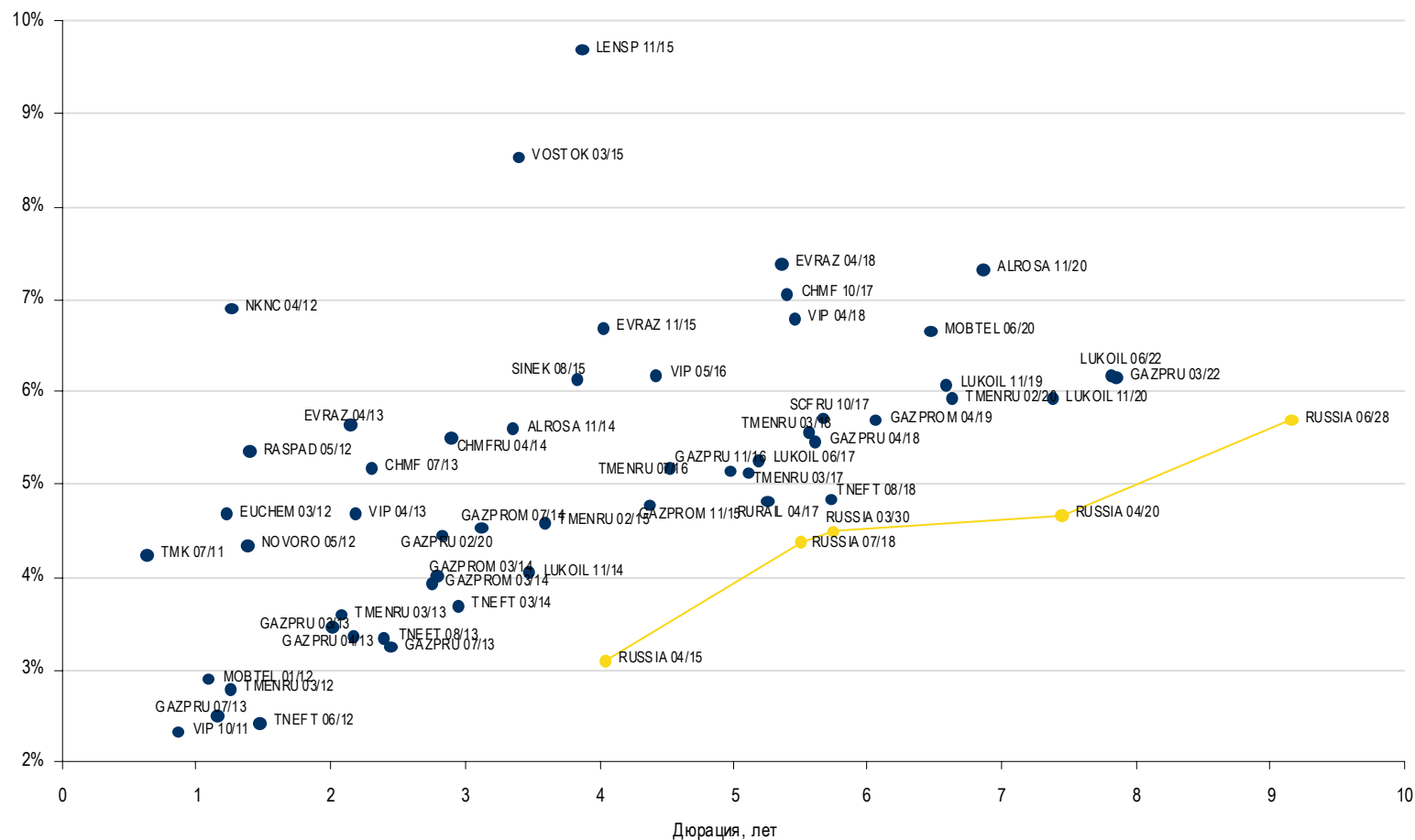
Спред (бп) и доходность (% годовых) Russia'30



Источник: Bloomberg

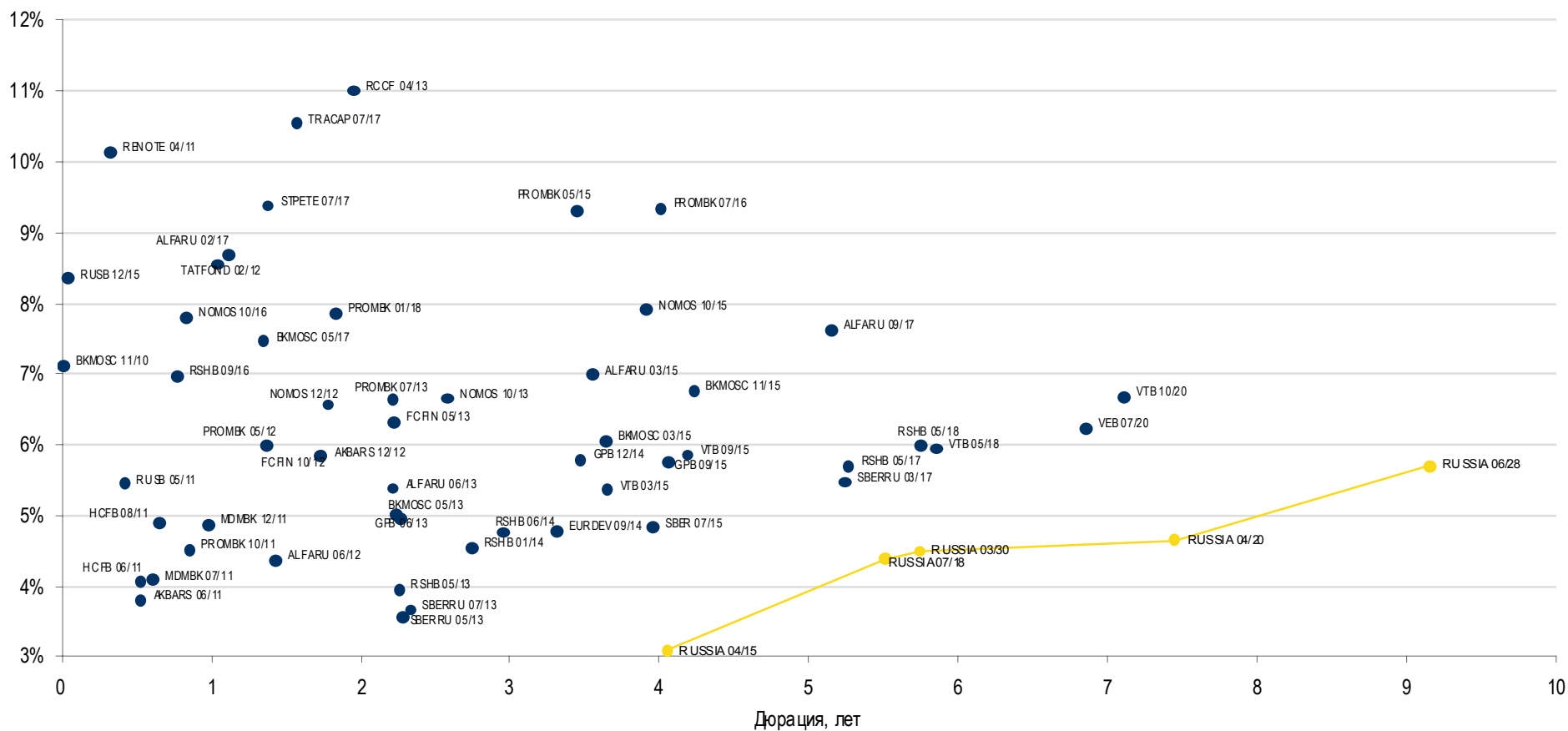
## Ликвидные облигации инвестиционного уровня, бумаги горно-металлургических компаний, Вымпелком и НК Альянс – наши фавориты

Российские корпоративные еврооблигации, номинированные в долларах



Источники: Bloomberg

Наш нравятся Альфа-Банк, НОМОС-Банк, Промсвязьбанк, Кредит Европа и многие другие  
Долларовые еврооблигации российских банков



Источники: Bloomberg



## Чудес не предвидится

Обновленный макроэкономический прогноз УРАЛСИБа

	2010П			2011П	
	Новый прогноз УРАЛСИБа	Старый прогноз УРАЛСИБа*	Правительство	УРАЛСИБ	Правительство
Динамика ВВП, %	4.0	5.5	4.0	4.6	4.2
Динамика промышленного производства, %	8.2	8.1	7.6	5.1	3.9
Динамика инвестиций в основной капитал, %	6.5	3.6	2.5	11.7	10.0
Динамика розничных продаж, %	5.8	4.6	5.2	6.5	5.0
Динамика реальных доходов, %	5.5	4.1	4.4	4.2	3.6
Инфляция, %	8.5	7.5	~7-8	9.5	~6-7
Экспорт, млрд долл.	384	410	378	407	389
Импорт, млрд долл.	258	255	239	287	278
Счет текущих операций, млрд долл.	76	89		52	
Профицит фед. бюджета в % от ВВП	(2.4)	0.8	(5.3)	0.7	(3.6)
Средний курс руб./долл.	29.9	29.1	30.4	29.4	30.5
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	77.2	79.2	75.0	83.1	75.0

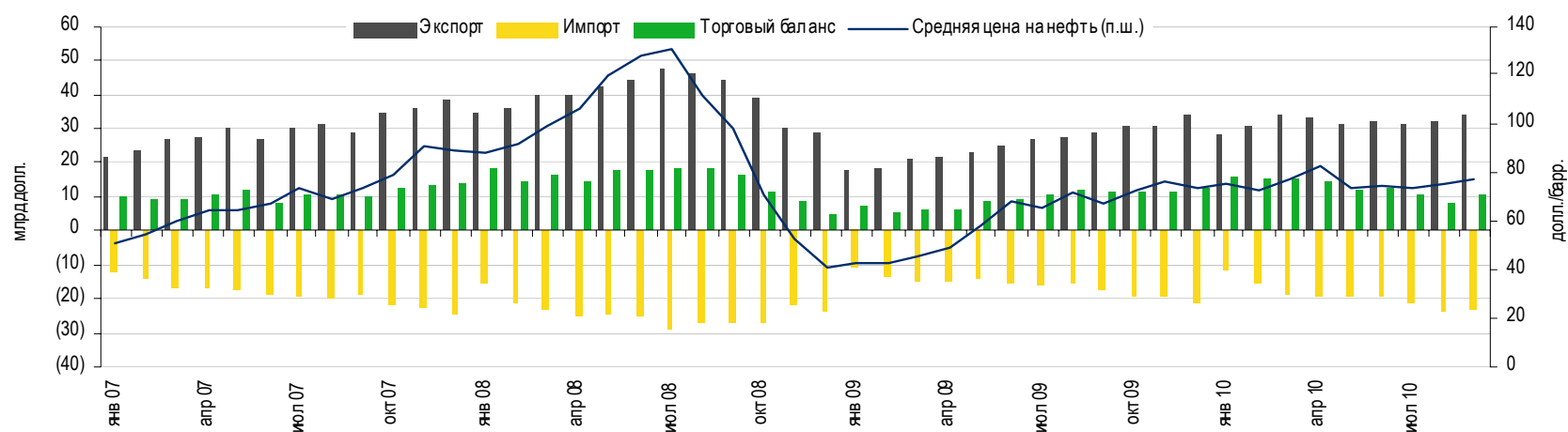
\* Май 2010 г.

Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат

- Прогноз профицита торгового баланса в 2011 году – 120 млрд. долл.
- Баланс счета текущих операций – 76 млрд долл. в 2010 и 52 млрд долл. в 2011 годах

## Профицит торгового баланса сохраняется, но становится меньше

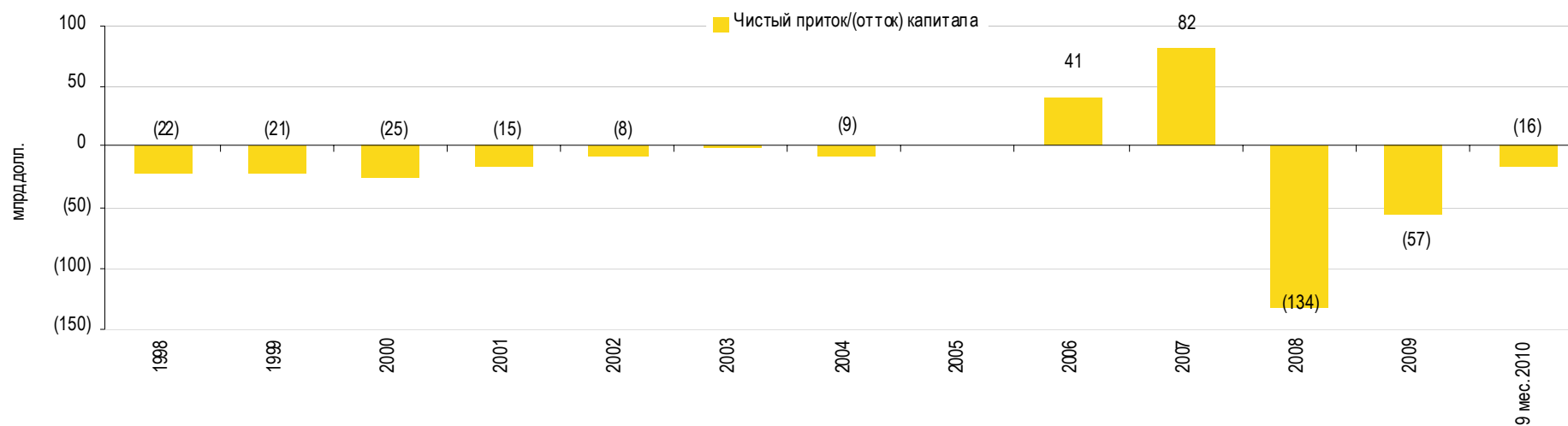
Экспорт, импорт и торговый баланс, данные за месяц, млрд долл., среднемесячная цена на нефть, долл./барр.



Источники: Росстат, Bloomberg

## Посткризисное бегство капитала – мы видели это и раньше

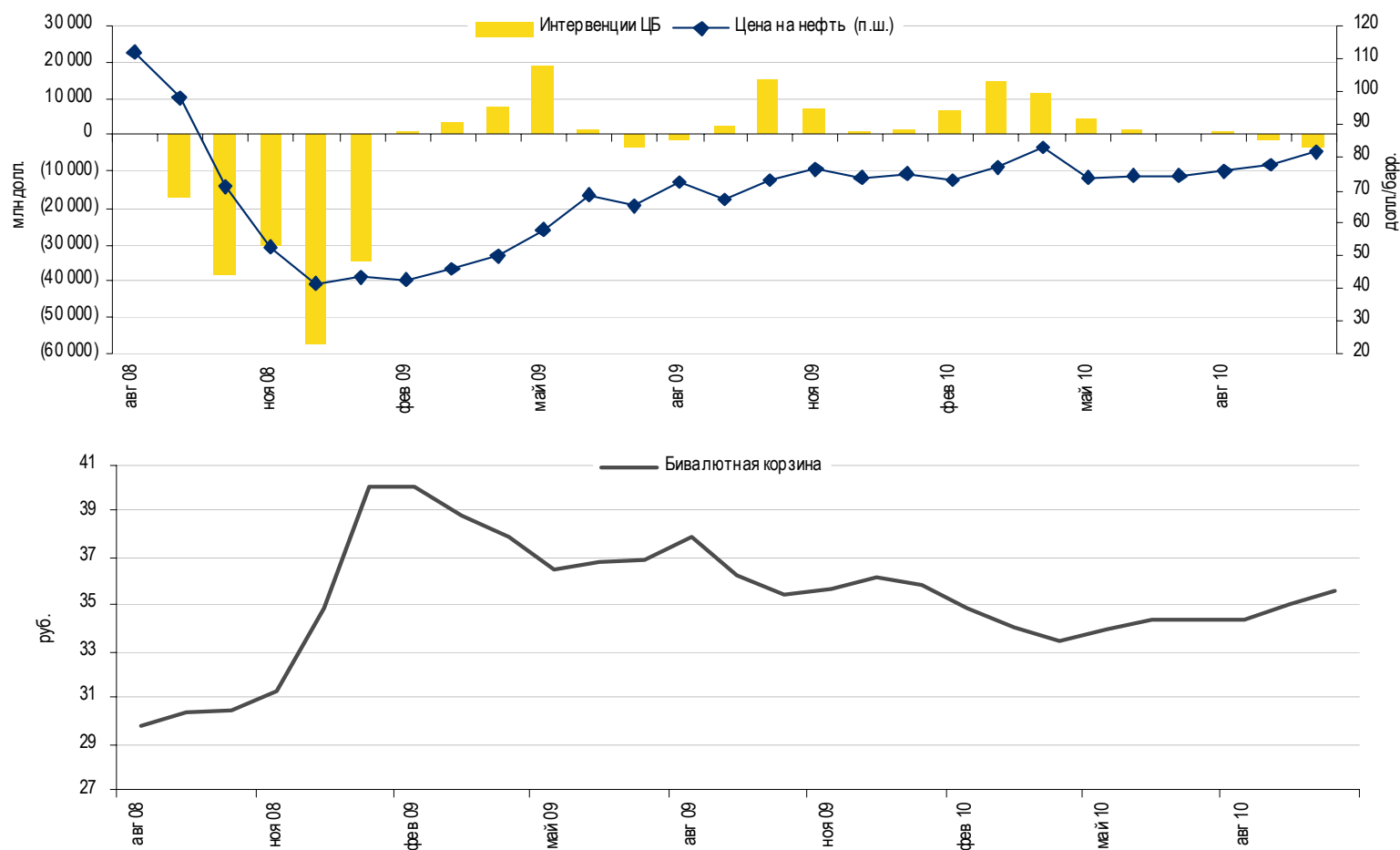
Исторические данные по притоку и оттоку капитала, млрд долл.



Источники: ЦБ

## Средний курс рубля в 2011 году – 29,4 руб/\$

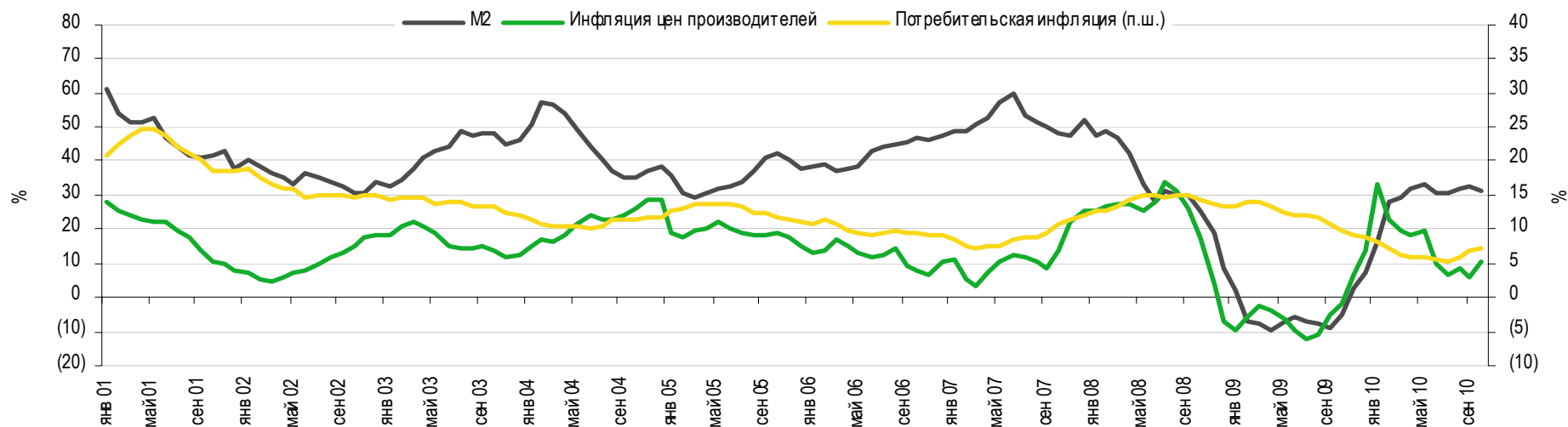
Интервенции ЦБ, данные за месяц, млн долл., среднемесячная цена на нефть, долл./барр., средняя стоимость рублевой корзины, руб.



Источники: ЦБ, Bloomberg

## Темпы роста денежной массы вернулись на докризисный уровень

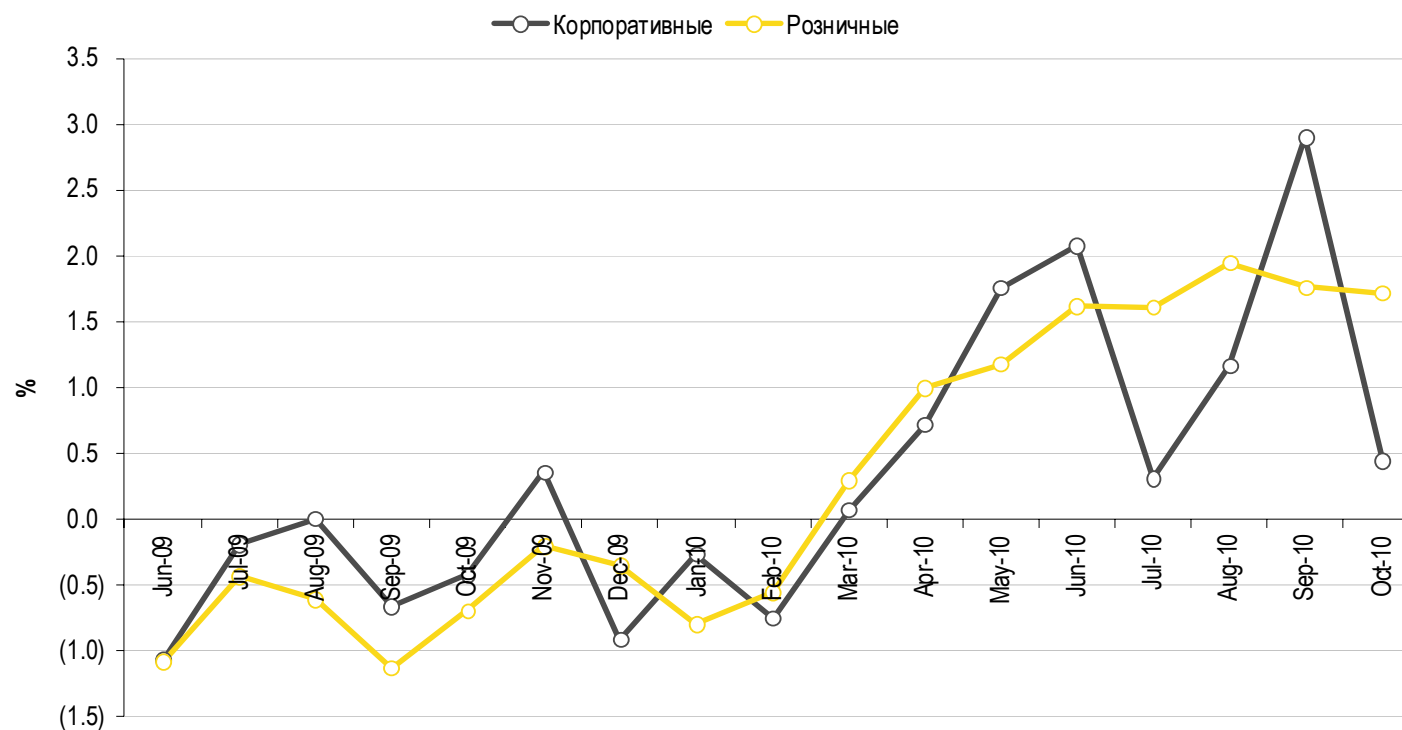
M2, цены производителей и инфляция, изменение за год в %



Источники: ЦБ

## Рост банковских балансов будет порядка 20% в следующем году

Изменение суммарного объема кредитных портфелей российских банков, %МоМ

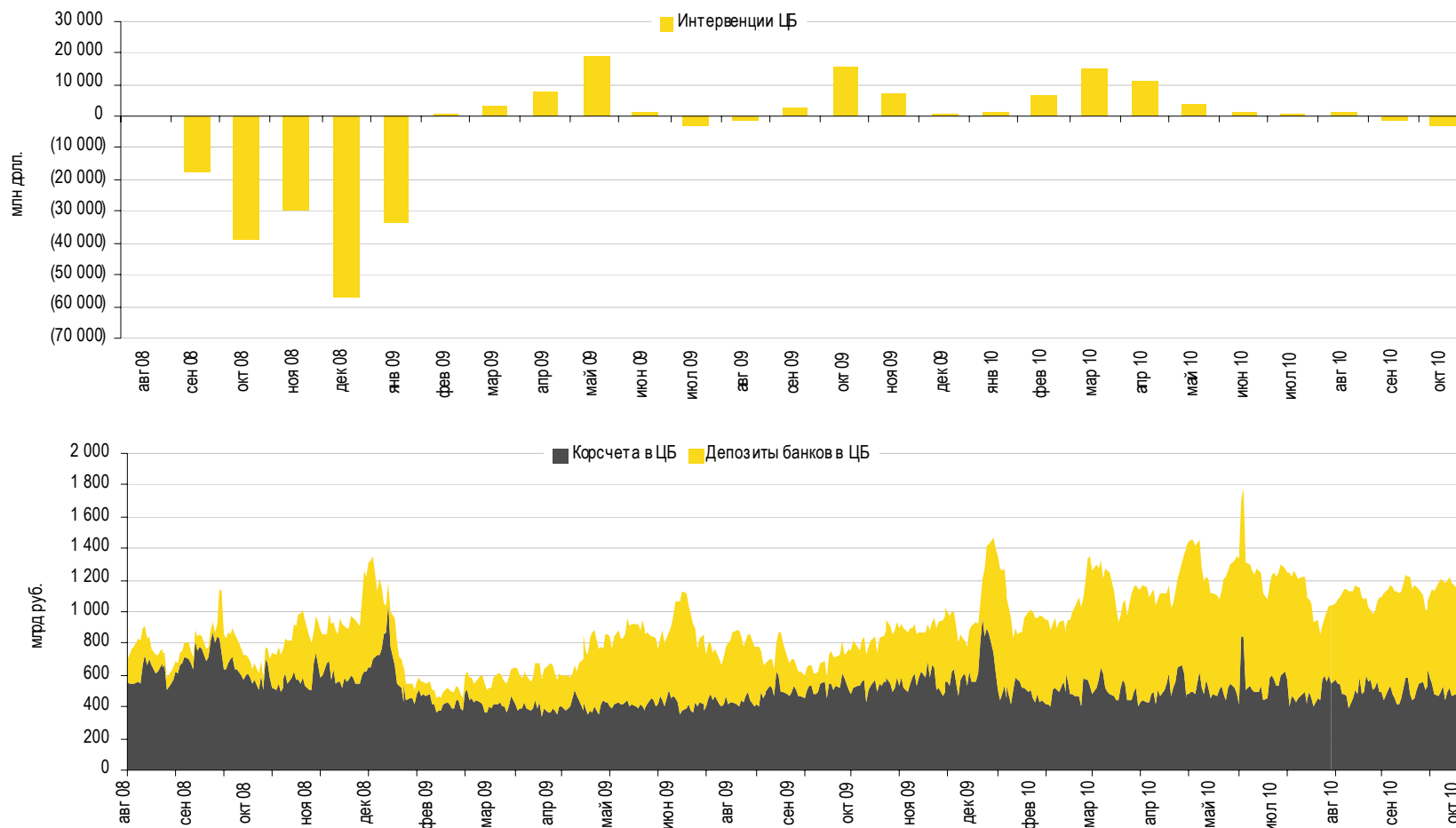


Источник: ЦБ



## Продажа резервов сокращает рублевую ликвидность

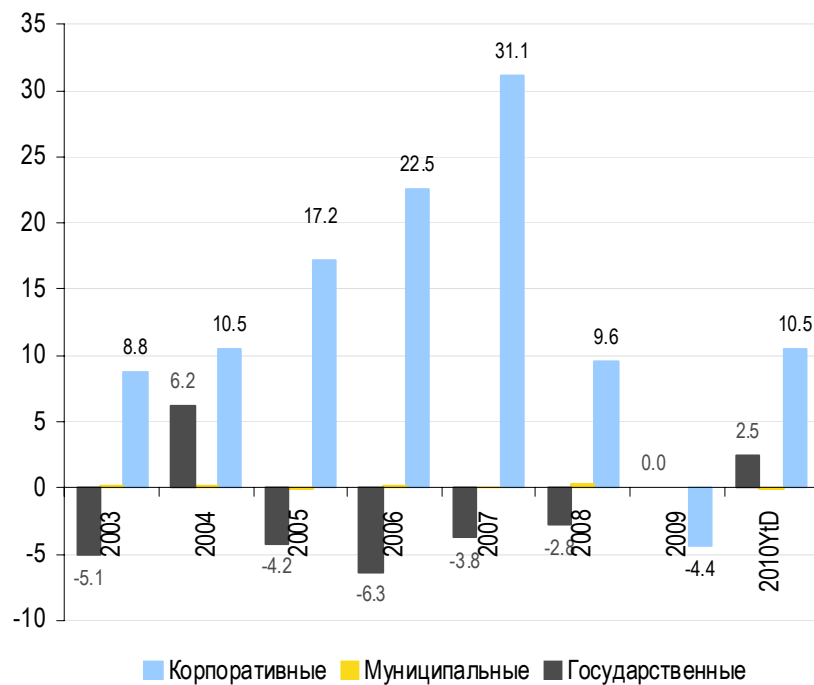
Уровень ликвидности, млрд руб., интервенции ЦБ, млн долл.



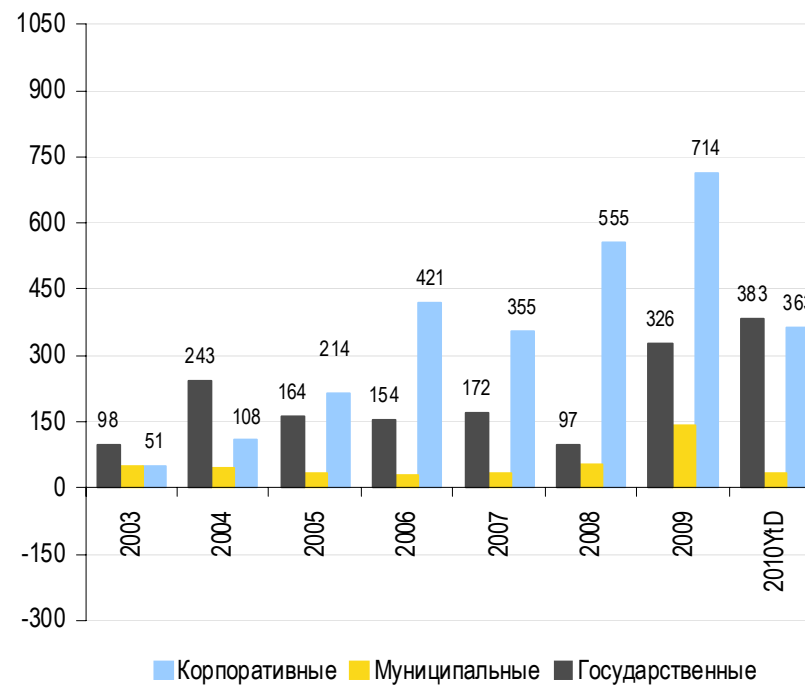
Источники: ЦБ

## Рынок еврооблигаций "разморозился", Минфин займет 200–250 млрд руб.

Динамика внешнего публичного долга, млрд долл.



Динамика внутреннего публичного долга, млрд долл.

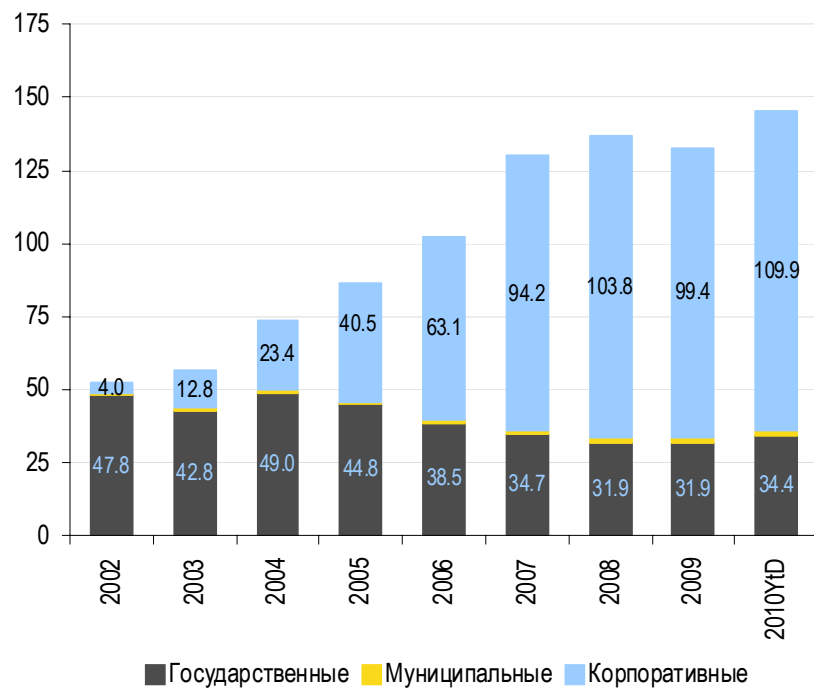


Источник: Cbonds

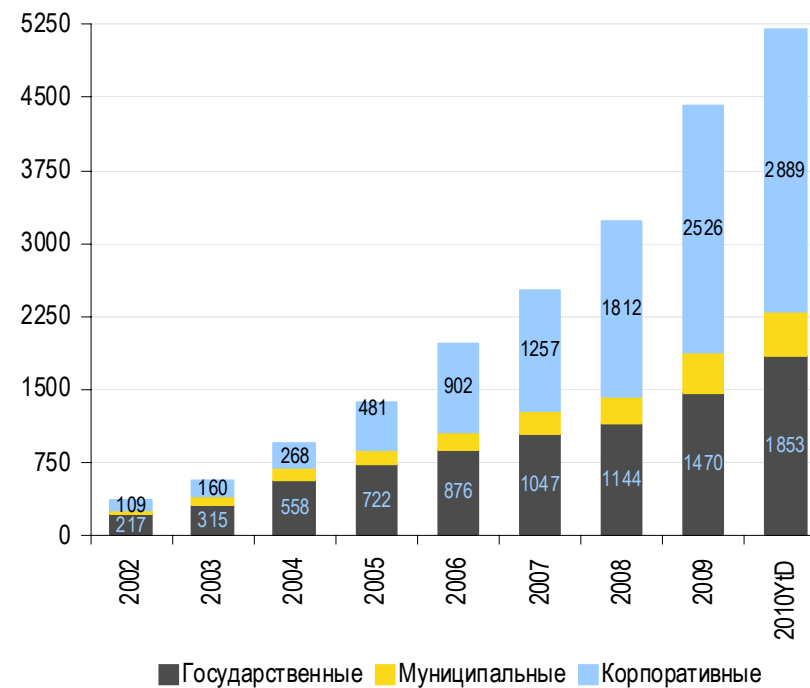


## Локальный рынок заметно опережает по объемам рынок еврооблигаций

Объем внешнего рынка, млрд долл.



Объем внутреннего рынка, млрд руб.

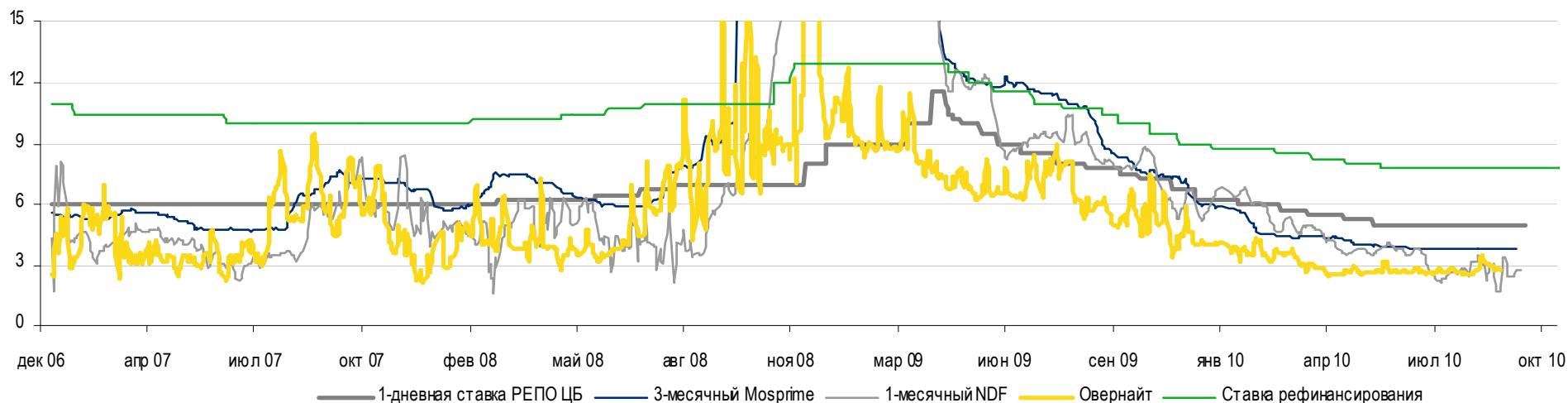


Источник: Cbonds

- Накопление ликвидности к концу декабря
- Нет падения рубля – не будет и постоянных продаж резервов
- Овернайт можно ожидать в диапазоне 2,5-4%

## Краткосрочные ставки стабильнее и в целом ниже, чем до кризиса

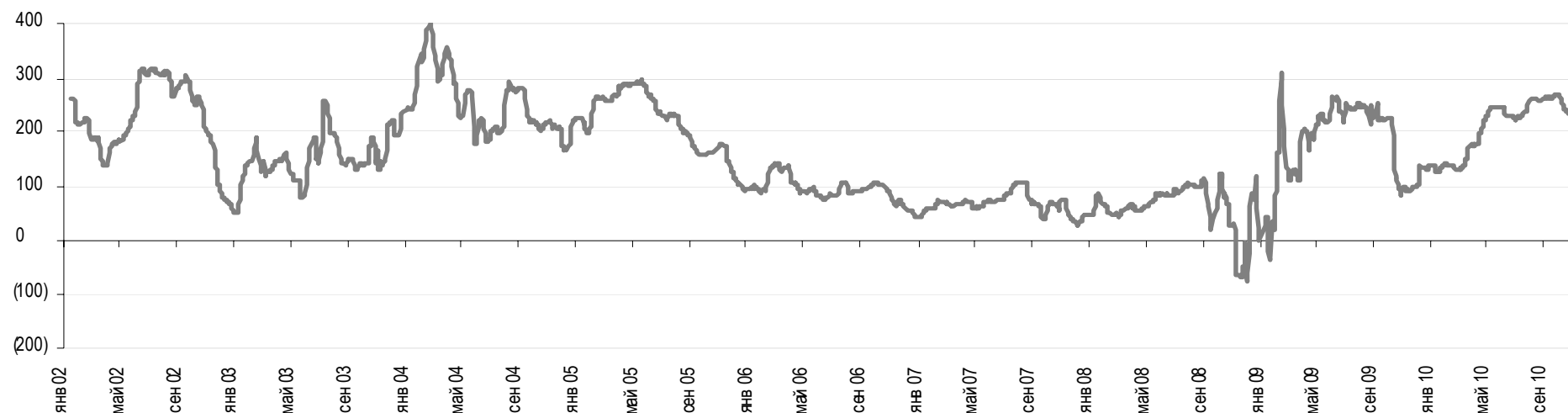
Ставка рефинансирования ЦБ, ставка однодневного РЕПО, вмененная доходность одномесечных NDF и трехмесячная ставка Mosprime, % годовых



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg

## Максимальный наклон кривой доходности с 2005 г.

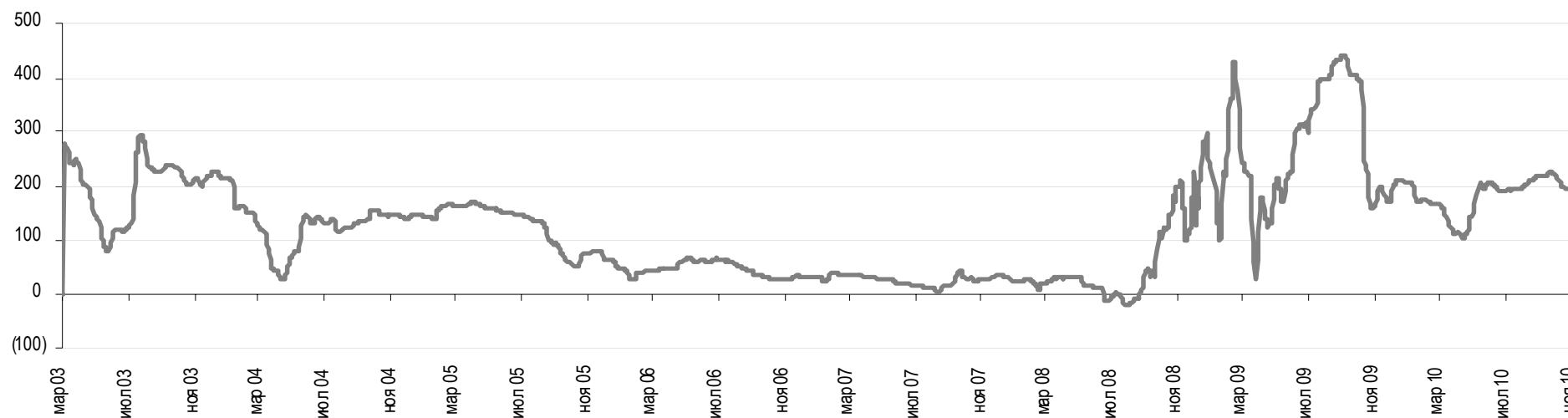
Спред между доходностью пяти- и однолетних ОФЗ, сглажено, б.п.



Источники: Bloomberg

## Практически беспрецедентная премия к ставкам фондирования

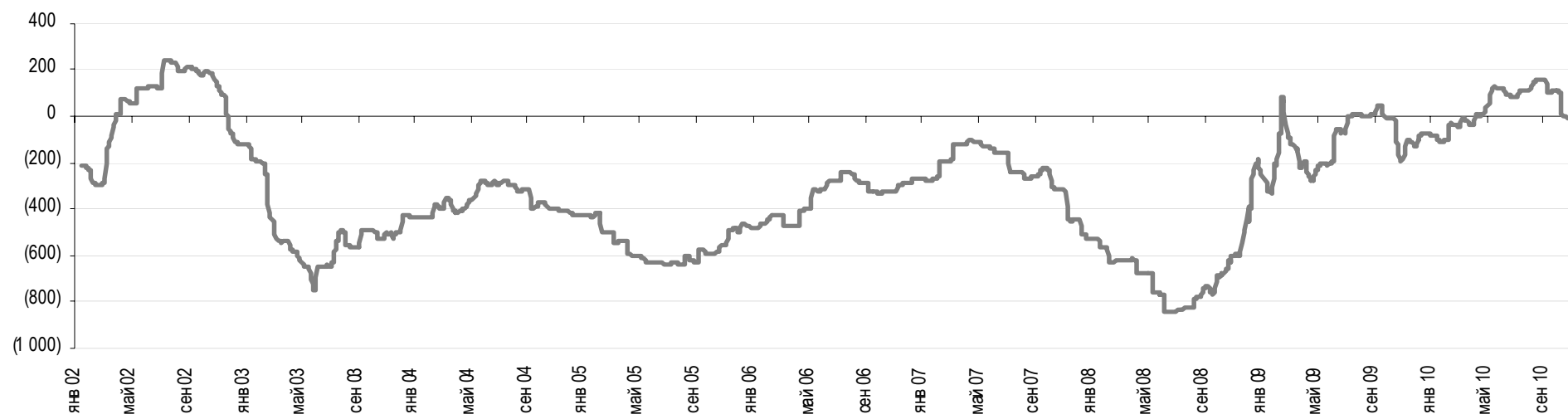
Разница между 5-летней ставкой ОФЗ и 1-дневной ставкой РЕПО ЦБ, сглажено, б.п.



Источники: Bloomberg

**Даже на фоне роста инфляции последних месяцев доходности ОФЗ выглядят неплохо**

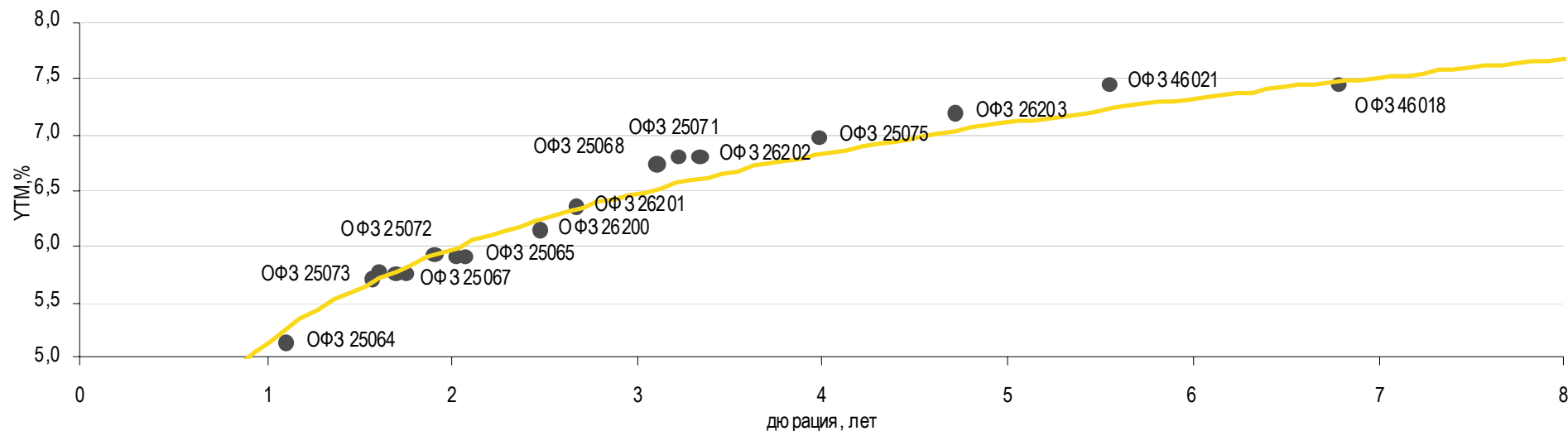
Разница между 5-летней ставкой ОФЗ и ИПЦ за 12 месяцев, сглажено, б.п.



Источники: Bloomberg

**Наш прогноз доходности пятилетних ОФЗ на конец 2011 г. – 7%**

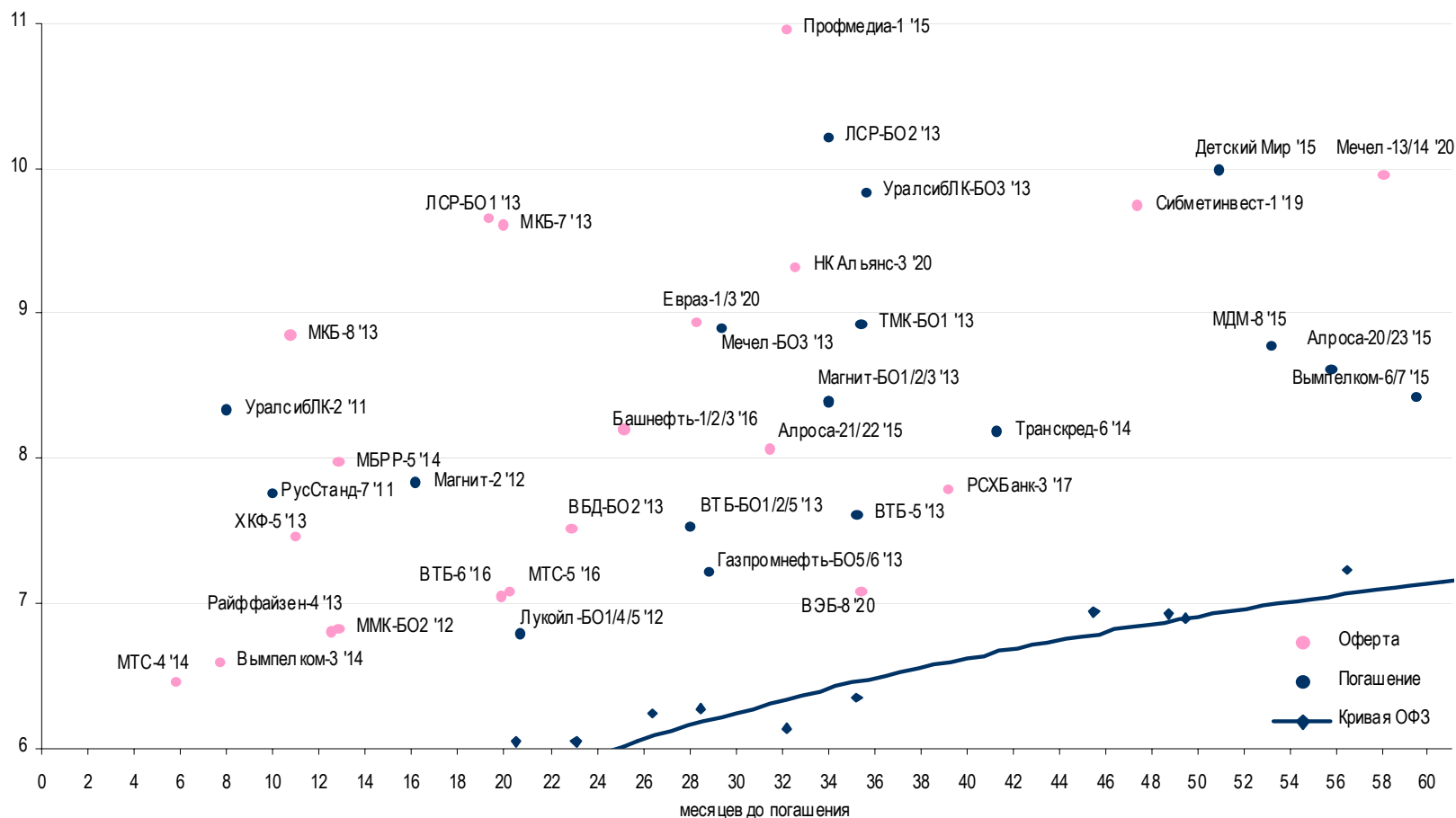
Кривая ОФЗ



Источники: ММВБ

## Не нужно бояться длинной дюрации – рынок сейчас компенсирует этот риск

Некоторые рублевые корпоративные облигационные выпуски



Источники: ММВБ



URALSIB Securities Ltd  
Tower 42, 25 Old Broad St., London EC2N 1HQ, UK  
Telephone: +44 (0)20 7562 8000  
Fax +44 (0)20 7562 8099  
Authorised and Regulated by FSA  
Member Firm London Stock Exchange



URALSIB Capital LLC  
8 Efremova Street, Moscow, Russia 119048  
Telephone: + 7 (495) 788 0888  
Fax: + 7 (495) 705 7010



Auerbach Grayson & Co.  
25 West 45th Street, 16th Fl., New York,  
New York 10036  
Tel: 212-557-4444, Fax: 212-557-9066

#### Disclaimer

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned lead analyst(s) about the subject. The lead analyst(s) has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report. Opinions, estimates and projections in this report constitute the present judgment of the undersigned lead analyst(s) as at the date of the report. They do not necessarily reflect the opinions of URALSIB and are subject to change without notice. Name of lead analyst: Dmitry Dudkin, CFA (fixed-income).

This report is provided for informational purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell securities.

Information and opinions contained in this report have been compiled by URALSIB from sources believed to be reliable and while all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. Neither URALSIB nor its principals, employees, agents or affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. Investors should make their own investment decisions using their own independent advisors, as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives when investing. The information is the exclusive property of "URALSIB Capital LLC" and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

URALSIB, their principals, employees, agents or affiliates may have positions or effect transactions in the securities referred to in this report and may engage in securities transactions with respect to securities covered by this report. They may also sell to or buy from customers on a principal basis and may serve as a director of issuers of such securities. Disclosures of conflicts of interest, if any, are listed below.

Investing in Russia and Russian securities may not be suitable for all investors and involves a high degree of risk. Investors should perform their own due diligence before investing, having due regard to their investment objectives and financial situation. Exchange rate fluctuations may affect the value of, and/or income from, securities denominated in currencies other than an investor's currency. Past performance is not an indication of future results necessarily. Prices of securities, income from an investment, liquidity and availability of securities are subject to change without notice. URALSIB has no obligation to modify, amend or update this report, nor to otherwise notify a reader of this report should any opinion, projection, forecast, estimate or other matter change or subsequently becomes inaccurate or if research coverage of the company by URALSIB ceases.

This report is not intended for the use of Private Customers as that term is defined under the Financial Services and Markets Act 2000. This report has been approved for publication in the United Kingdom by URALSIB Securities Limited, authorised and regulated by the Financial Services Authority and a member firm of the London Stock Exchange.

Additional information available upon request.

© URALSIB Capital 2009

This report has been prepared by the correspondent of Auerbach Grayson & Company Incorporated named above on the date listed above. We are distributing the report in the U.S. and accept responsibility for its content subject to the terms as set within the report. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect transactions in any security discussed herein should do so only with a representative of Auerbach Grayson & Company Incorporated. Additional information on recommended securities is available on request.