

Все что вам следует знать о монетарной политике в России и кое-что еще...

Команда Росбанка

Макроэкономика и стратегия



Владимир Кольчев
(7) 495 725 5637
vkolychev@mx.rosbank.ru



Владимир Цибанов
(7) 495 725 5637
vntsybanov@mx.rosbank.ru



Евгений Кошелев
(7) 495 725 5637
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Кредитный анализ



Александр Попов
(7) 495 725 5637
apopov@mx.rosbank.ru

Стратегия по развивающимся рынкам



Бенуа Аннэ
(44) 20 7676 7622
benoit.anne@sgcib.com

Кросс-ассет стратегия



Ахмед Бехденна
(44) 20 7676 7513
ahmed.behdenna@sgcib.com

Аналитика по рынку акций



Брюс Олвей
+44 20 7762 5085
bruce.alway@sgcib.com



Сергей Донской
+7 495 604 7270
smdonskoy@mx.rosbank.ru



Евгений Соловьев
+44 20 7762 5546
evgeny.solovov@sgcib.com



Алан Узборн
+44 20 7762 5575
alan.webb@sgcib.com

Оглавление

Инвестиционные и торговые идеи

Все что вам следует знать о монетарной политике в России и кое-что еще...

Смягчение монетарной политики не за горами

Ликвидность против ставок, или как напечатать деньги

Уголок стратега

Рубль

Денежный рынок и ставки

Локальные облигации

Еврооблигации

Рынок акций

Анализ SG акций российских компаний

Анализ популярных инвестиций: российский фондовый рынок

Уголок экономиста

Рост и инфляция

Внутренний спрос

Внешний спрос и платежный баланс

Банковская система

Бюджетно политика

Основные прогнозы

В этом выпуске мы рассматриваем особенности денежно-кредитной политики в России. Учитывая достаточно мрачную картину роста, рисуемую последними статистическими данными, мы считаем, что пришло время для смягчения монетарной политики. Мы пересматриваем прогноз ключевых процентных ставок в сторону снижения на 50 бп до конца года (плюс 25 бп к нашему предыдущему прогнозу). Однако регулятор по-прежнему озабочен ростом инфляции, в результате чего первое снижение ставок может быть отложено до 3к'13. При этом еще одним (и даже более эффективным) способом смягчения монетарной политики может быть реформа системы рефинансирования; более того, проведение такой реформы представляется целесообразным до начала цикла снижения ставок. Прогресс в этом направлении был весьма сдержанным, и, соответственно, ситуация с ликвидностью может ухудшиться, прежде чем начнется оздоровление. Наконец, мы ожидаем дальнейшего снижения ставок IRS и сужения базиса ХССУ, но сейчас имеет смысл зафиксировать прибыль и подождать более комфортных уровней входа.

На валютном рынке рубль в последнее время демонстрировал весьма сдержанную динамику, в феврале бивалютная корзина колебалась в крайне узком диапазоне. Хотя в краткосрочной перспективе определенные факторы будут по-прежнему поддерживать российскую валюту, мы предпочитаем нейтральную позицию по рублю, так как на фоне ухудшения рисков настроений на глобальных рынках компенсация за риск уже не выглядит столь привлекательной.

Что касается **процентных ставок**, смягчение ситуации с ликвидностью привело к дальнейшему снижению кривой IRS, и, хотя мы ожидаем продолжения этой тенденции, как только ЦБР займется реформированием системы рефинансирования, мы считаем целесообразным зафиксировать прибыль по открытым позициям по IRS и кросс-валютному базису. Регулятор вряд ли будет спешить с началом реформ, что вероятно приведет к ухудшению ситуации с ликвидностью в 2к'13, прежде чем начнется восстановление (3к'13). Тем временем кривая ХССУ выровнялась (инвертировалась) до рекордного уровня, что представляется благоприятным для позиций, фиксирующих прибыль при повышении крутизны кривой, так как сокращение хеджевых потоков предприятий должно привести к повышению крутизны кривой ХССУ.

На **внутреннем облигационном рынке**, как в классическом примере «покупай слухи, продавай факт», прошла волна закрытия позиций с прибылью на дальнем отрезке кривой ОФЗ после запуска международных расчетов в феврале. При этом мы по-прежнему считаем, что как фундаментальные (реальная доходность, хороший кредитный рейтинг), так и технические (приток иностранного капитала, управляемое предложение) факторы остаются благоприятными для долгосрочных ОФЗ. Корпоративные бенчмарки демонстрировали стабильность в последнее время, хотя возможность снизить доходность и наверстать динамику ралли в ОФЗ все еще сохраняется. Облигации второго эшелона демонстрировали слегка опережающую динамику, однако, учитывая новые нормативные требования, мы не думаем, что это может стать долгосрочной тенденцией.

Снижение доходности казначейских бумаг США в феврале дало неплохую передышку российским суверенным **евробондам**, но мы опасаемся дальнейшего ослабления американских долговых обязательств по мере укрепления восстановления экономики США во 2п'13. Учитывая исторически узкие кредитные спреды, государственные валютные облигации и бумаги инвестиционной категории подвержены наибольшему риску, тогда как облигации второго эшелона могут показать опережающую динамику по совокупной доходности.

Наконец, **российские акции** в прошедшем месяце вели борьбу с акциями глобальных компаний, но в конечном итоге продемонстрировали динамику, приблизительно сходную с европейскими бумагами. Цена на нефть сорта Brent, безусловно, оказала давление на российский фондовый рынок. При этом стоимость остается весьма привлекательной, и мы подтверждаем наш позитивный прогноз.

Инвестиционные и торговые идеи

- **На валютном рынке... нейтральная позиция по рублю**

Рубль с начала года несколько разочаровывает динамикой, демонстрируя сдержанные колебания бивалютной корзины в весьма узком диапазоне. Хотя в краткосрочной перспективе определенные факторы будут по-прежнему поддерживать рубль, мы предпочитаем нейтральную позицию по рублю, так как на фоне ухудшения рисков настроений на глобальных рынках компенсация за риск уже не выглядит столь привлекательной.

- **На рынке инструментов с фиксированной доходностью... долгосрочные ОФЗ**

Мы рекомендуем фиксировать прибыль по открытым позициям по IRS и кросс-валютному базису. Оба инструмента продемонстрировали хорошую динамику, и мы ожидаем дальнейшего улучшения, как только ЦБР займется реформированием системы рефинансирования, но мы опасаемся, что регулятор не будет спешить с началом реформ. Соответственно, ситуация с ликвидностью может ухудшиться (2к'13), прежде чем начнется восстановление (3к'13), что может привести к улучшению уровней для открытия позиций во 2-м квартале.

Недавняя интенсификация хеджевых потоков предприятий привела к выравниванию (инвертированию) кривой ХССУ до рекордного уровня, что представляется благоприятным для позиций, фиксирующих прибыль при повышении крутизны кривой. По нашему мнению, по мере изменения стоимости арбитражных операций на внутреннем и международных рынках хеджевые потоки предприятий должны сократиться, что приведет к повышению крутизны кривой ХССУ. **Мы бы рекомендовали ее 2-5-летний сегмент, так как 2-летние инструменты менее подвержены влиянию потоков внутренней ликвидности.**

Несмотря на недавнюю волну фиксации прибыли на длинном отрезке кривой ОФЗ, мы сохраняем позитивный взгляд на долгосрочные государственные облигации. Мы видим потенциал для очередного витка ралли в ближайшие месяцы и рекомендуем открытие позиций на длинном отрезке, так как крутизна кривой представляется значительной как с исторической точки зрения, так и относительно аналогичных бумаг развивающихся рынков.

- **На фондовом рынке... стоимость — серьезный поддерживающий фактор, но берегитесь цены на нефть**

С точки зрения стоимости, российские акции пока выглядят привлекательно. По-прежнему торгуясь при низком коэффициенте P/E, они обеспечивают привлекательную доходность при крайне низком по сравнению с аналогами отношении рыночной цены к балансовой стоимости, что говорит о низких ценах на рынке. Премия за риск еще более подтверждает наши рассуждения об оценке, свидетельствуя о падении стоимости акций по сравнению с облигациями. Ключевой риск, безусловно, лежит в цене на нефть сорта Brent. Более подробный анализ, а также перечень наших рекомендаций по российскому фондовому рынку приведены на стр. 19-21.

Широкий охват ММВБ

	Валюта	Цена закрытия на 05.03.2012	Целевая цена	Рыночная капитализация компании (млрд €)	Рекомендация	Аналитик
Газпром	USD	8.8	13.8	80.2	Покупать	Соловьев Евгений
Роснефть	USD	8.0	10.0	65.3	Покупать	Соловьев Евгений
Сбербанк	Рубль	104.0	123.0	56.2	Покупать	Вебборн Алан
Лукойл	USD	64.7	72.0	42.3	Покупать	Соловьев Евгений
Сургутнефтегаз	USD	9.5	11.1	25.9	Покупать	Соловьев Евгений
ТНК-ВР	USD	2.2	3.0	25.3	Покупать	Соловьев Евгений
Алроса	Рубль	33.1	39.1	6.1	Покупать	Донской Сергей
Nord Gold	USD	4.1	5.7	1.1	Покупать	Донской Сергей
Петропавловск	GBP	2.9	4.7	0.6	Покупать	Олвей Брюс

Источник: SG / Росбанк

Все что вам следует знать о монетарной политике в России и кое-что еще...

В этом выпуске мы рассматриваем особенности денежно-кредитной политики в России. Учитывая достаточно мрачную картину роста, рисуемую последними статистическими данными, мы считаем, что пришло время для смягчения монетарной политики, и пересматриваем прогноз ключевых процентных ставок: мы полагаем, что до конца года ставки будут снижены в целом на 50 бп (плюс еще 25 бп к нашему предыдущему прогнозу). В то же время регулятор по-прежнему сохраняет озабоченность ростом инфляции, в результате чего первое снижение ставок может быть отложено до 3к'13. Еще одним (и даже более эффективным) способом смягчения монетарной политики может быть реформа системы рефинансирования; более того, проведение такой реформы представляется целесообразным до начала цикла снижения ставок. Прогресс в этом направлении также был весьма сдержанным, и, соответственно, ситуация с ликвидностью может ухудшиться, прежде чем Банк России сможет исправить ситуацию. Наконец, мы ожидаем дальнейшего снижения ставок IRS и сужения базиса ХССУ, но сейчас имеет смысл зафиксировать прибыль и подождать улучшения уровней для входа.

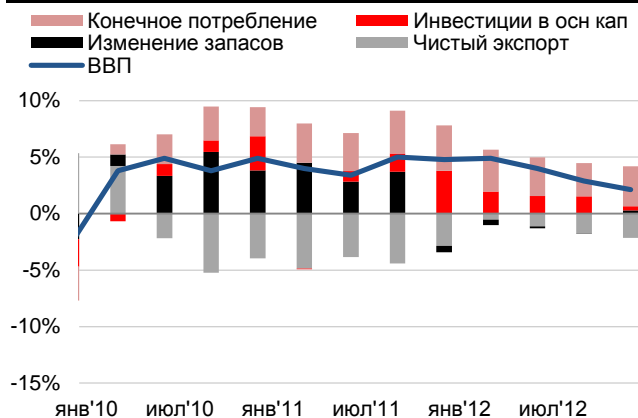
- **Смягчение монетарной политики не за горами**

Снижение роста — еще один аргумент в пользу смягчения

Учитывая затухание предвыборного фискального импульса, ужесточение монетарных условий и снижение темпов роста потребительского кредитования, замедление экономического роста во 2п'12 было вполне ожидаемым. Однако его масштабы и темпы оказались неожиданными для многих аналитиков: рост ВВП сократился почти вдвое с 4.9% г/г в начале 2012 г. до приблизительно 2.2% г/г в 4к'12.

Кроме того, хотя последние статистические показатели остаются относительно стабильными, опубликованные в начале года месячные данные оставляют мало места для оптимизма. В январе показатель валового выпуска (рассчитываемый Минэкономразвития) продолжил снижение до 1.6% г/г, а промышленное производство продемонстрировало отрицательный результат (-0.8% г/г) впервые после рецессии 2009 года. В феврале его близкие аналоги — потребление электроэнергии и перевозки железнодорожных грузов — также показали отрицательный результат в годовом исчислении. Таким образом, в начале года темпы роста ВВП не превышали 2.0% г/г, и, хотя статистический шум (например, высокая база високосного года) добавил серых тонов в картину роста, базовый экономический рост колеблется в весьма скромном диапазоне 2.0-2.5% г/г. Более того, поскольку встречные ветра (ужесточение бюджетной политики, снижение темпов роста потребительского кредитования, слабость внешнего спроса и ужесточение условий заимствования) сохраняются, восстановление роста без каких-либо дополнительных политических стимулов представляется нам крайне маловероятным.

В конце 2012 г. замедление экономического роста продолжилось...



...и последние опережающие индикаторы указывают на дальнейшее снижение



Источник: Росстат, РЖД, СО ЕЭС, SG / Росбанк

Но где же потенциал роста?

Возникает вопрос о том, так ли уж на самом деле необходимо какой-то политический стимул или замедление роста — структурное явление, которое может быть устранено только структурными реформами. Ответ, как всегда, лежит где-то посередине. Совершенно очевидно, что на фоне замедления темпов роста цен на нефть по сравнению с предшествующим десятилетием старая модель экономического роста на основе спроса столкнулась с бюджетными ограничениями, и в период перехода к новой модели роста на основе предложения наступило структурное замедление. Оценки посткризисного потенциала роста российской экономики, предлагаемые частными экспертами и даже официальными лицами, варьируются в весьма широком диапазоне — от 2.0 до 6.0% в зависимости от «прогноза реформ». Наши расчеты показывают, что при определенном прогрессе в решении структурных проблем (правительство, похоже, готово заняться по крайней мере некоторыми из них) Россия может добиться роста в пределах 3.5-4.0% в среднесрочной перспективе (ближайшие 5 лет).

Сегодня нам не хотелось бы более подробно обсуждать оценки потенциального роста, однако мы хотели бы подчеркнуть ряд причин, по которым, как нам кажется, они должны превосходить текущие темпы (2.0-2.5%).

Рынок труда — важен уровень доходов, а не безработицы. Наиболее распространенный аргумент в пользу того, что российская экономика развивается выше потенциала, заключается в низком по историческим меркам уровне безработицы, который к тому же продолжает снижаться, несмотря на очевидную слабость экономики. И действительно, в течение последних трех месяцев уровень безработицы составлял около 5.4%, тогда как анализ данных за прошлые периоды предполагает, что нейтральный уровень безработицы должен быть в диапазоне 6.0-6.5%. Мы считаем, однако, что, несмотря на весьма важную роль циклических факторов, столь длительный период снижения уровня безработицы в значительной мере объясняется структурными изменениями, главным образом демографическими и миграционными процессами (особенно в сфере внутренней миграции, что указывает на возрастающую мобильность рабочей силы). Таким образом, нейтральный

уровень безработицы также продолжает снижаться. Это подтверждается также постепенным снижением долгосрочной безработицы и сокращением количества регионов с депрессивным рынком труда, т.е. уровнем безработицы выше 8% (18 из 83 российских регионов в 2012 г. против 43 двумя годами ранее и докризисного минимума в 23 региона в 2007 году).

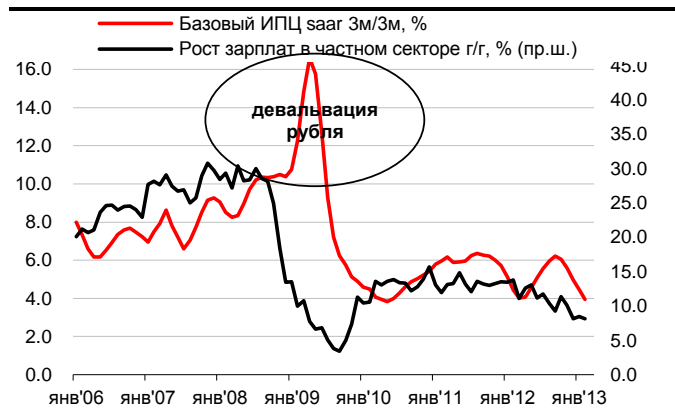
Российский рынок труда (что, возможно, еще более важно) отличается весьма своеобразной институциональной структурой. Сочетание и взаимовлияние низкой минимальной заработной платы и пособий по безработице; высокой доли переменного компонента (премии, бонусы) в общей структуре доходов; слабой переговорной позицией работников на рынке труда и неразвитость профсоюзов, позволяющая работодателю сокращать трудовые компенсации; жесткой законодательной защиты прав работников и слабой и нерегулярной правоприменительной практики — все это приводит к «нетрадиционным» компромиссам между заработной платой и безработицей, когда возникает необходимость коррекции рынка труда в ответ на колебания выпуска. Более чем 20-летняя история современного развития российской экономики показывает, что основное бремя коррекции на негативные экономические шоки всегда ложится на заработную плату, тогда как безработица всегда обходится относительно мягкой коррекцией. С учетом сказанного, неудивительно, что рост доходов в частном секторе никак не отреагировал на снижение уровня безработицы до зоны «перегрева». На самом деле инфляция заработных плат в частном секторе со 2п'12 начала даже замедляться, что вполне может означать первичную реакцию на сокращение экономического роста ниже потенциального.

Рост заработных плат замедляется, несмотря на дефицит на рынке труда



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Замедление роста заработных плат ведет к снижению инфляции

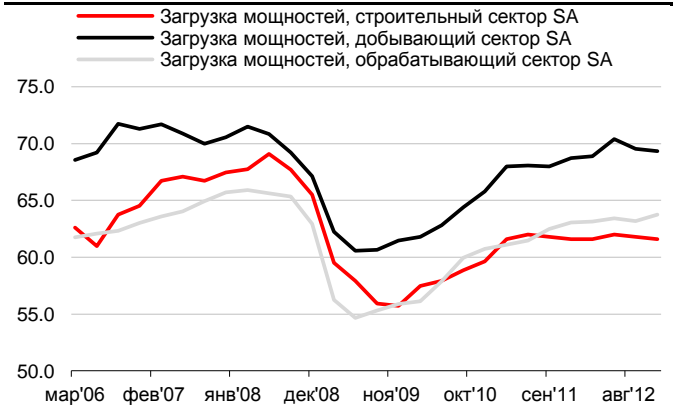


Коэффициент загрузки мощностей — высокий, но не во всех секторах экономики. Еще один аргумент заключается в том, что загрузка мощностей достаточно высока и при нехватке свободных мощностей в экономике дальнейшее повышение спроса приведет к росту импорта и инфляции. Мы с осторожностью относимся к этому утверждению. Даже оставляя в стороне вопрос качества данных, согласно последнему отчету Росстата загрузка мощностей близка к пиковым значениям 2008 года только в добывающем секторе, где действительно необходимо стимулировать инвестиции в добычу нефти и в инфраструктуру для разработки новых месторождений. В то же время

в обрабатывающем секторе и особенно в строительной отрасли загрузка мощностей пока не достигла исторического максимума. Это не означает, что для повышения среднесрочных темпов роста этим отраслям не нужны структурные реформы, ровно наоборот: без совершенствования делового климата и конкурентоспособности обрабатывающая промышленность вряд ли сможет добиться какого-то роста. Но статистические данные показывают, что Россия еще далека от ситуации, когда недостаток предложения приводит к полной остановке роста — особенно после его замедления во 2п'12.

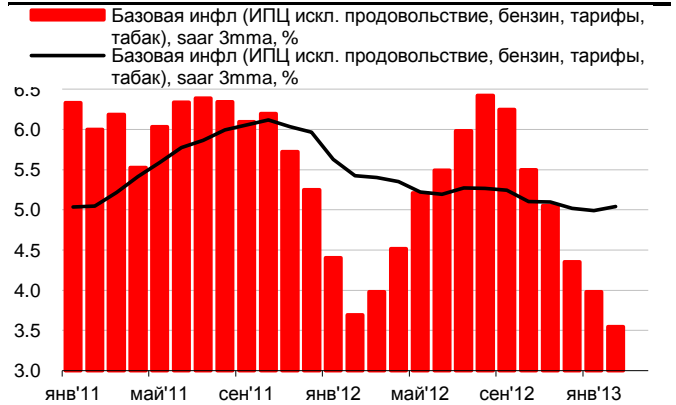
Инфляция — базовый тренд к снижению. Еще одна проблема заключается в высоких темпах инфляции, которая даже ускорилась в последнее время, несмотря на замедление экономического роста. Однако ускорение инфляции объясняется главным образом сочетанием плохого урожая, низкой статистической базы и повышения акцизов. В то же время базовая инфляция без учета продуктов питания, производства электроэнергии, тарифов и подакцизных товаров (алкоголь и табак) демонстрирует постоянное снижение с сентября прошлого года, и последовательные темпы роста опустились ниже 4.0% (saar 3mna). Определенную поддержку оказал окрепший рубль, однако очевидное замедление базовой инфляции свидетельствует о снижении инфляционных ожиданий, что согласуется и с замедлением роста доходов в частном секторе. Таким образом, если в этом году не произойдет еще одного скачка цен на продукты питания, потребительская инфляция будет следовать за базовым трендом и к концу года снизится до 5.0-5.5%.

Загрузка мощностей в разных секторах неравномерна



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Базовая инфляция демонстрирует снижение



Почему монетарная политика?

Ответ прост: потому что у властей не осталось других рычагов для стимулирования экономического роста.

- **Структурная реформа — наилучший способ** повышения среднесрочного потенциала, **однако** прежде чем она начнет приносить плоды (даже в случае надлежщей и быстрой реализации) **пройдет определенное время**, тогда как ее краткосрочные результаты в лучшем случае нейтральны.
- **Фискальная политика ужесточается в этом году**, что является еще одним аргументом в пользу компенсирующего смягчения монетарных условий. Увеличение расходов является неприемлемым, так как поставит под угрозу

доверие к проводимой политике всего через год после введения нового бюджетного правила. Снижение налогов также маловероятно, ибо это потребует компенсирующего сокращения расходов (согласно новому бюджетному правилу) и, кроме того, политическая определенность значительно важнее. Власти, скорее всего, прибегнут к обходным схемам смягчения и используют резервные фонды для финансирования государственных инфраструктурных проектов. При сокращении темпов роста ниже потенциального уровня мы считаем такую стратегию обоснованной, так как новое бюджетное правило не содержит антициклических компонент (правило, основанное на CANOPB, было бы лучшим решением в данном случае, но в российских условиях оно трудно реализуемо). При этом возможность маневра с использованием данного рычага ограничена репутационными соображениями: нам представляется, что любая цифра, превышающая 300 млрд рублей (т.е. на 200 млрд больше уже обещанных президентом Путиным 100 млрд) или 0.4% ВВП, может вызвать вопросы.

- **Макропруденциальное регулирование также ужесточается в 2013 г.:** ЦБР вводит определенные требования Базель III и намерен принять меры к сдерживанию роста потребительского кредитования. Мы не видим необходимости вновь переносить эти планы, особенно в сфере потребительского кредитования: многочисленные факты свидетельствуют о том, что банки все больше смещаются в сегмент «саб-прайм» с очевидными последствиями для финансовой устойчивости в будущем.
- **Курсовая политика останется нейтральной,** так как любые изменения приведут к срыву всех усилий ЦБР по переходу к гибкому валютному курсу. Кроме того, мы считаем, что значительная слабость валюты приведет скорее к снижению внутреннего спроса, чем к увеличению темпов роста, вызванного повышением конкурентоспособности российских производителей.

Заключение

В целом **мы считаем, что в России созрели условия для смягчения монетарной политики,** и ожидаем, что первые меры в этом направлении ЦБР примет уже в следующем квартале, когда статистические данные за март-апрель продемонстрируют первые признаки стабилизации потребительской инфляции.

Учитывая затянувшуюся слабость экономики, **мы пересматриваем наш прогноз ключевых процентных ставок и полагаем, что в 3к'13 они будут снижены на 50 бп** (в дополнение к 75 бп, которые, по нашему мнению, может принести реформирование механизма рефинансирования).

При этом мы по-прежнему считаем, что **снижение ключевых процентных ставок (РЕПО) — дело не близкого будущего (3к'13).**

Во-первых, несмотря на то что мы видим все основания для смягчения монетарной политики и считаем, что ЦБР следует проявить большую дальновидность и заглянуть в период после временного роста инфляции, мы опасаемся, что регулятор не захочет снижать ставки, если инфляция будет на 1% превышать верхнюю границу установленного целевого диапазона.

Авторитетные центральные банки развитых стран могут позволить себе роскошь не обращать слишком пристальное внимание на инфляцию, но **ЦБР (которому необходимо завоевать доверие в борьбе с ней)**, может предпочесть осторожную позицию. С этой точки зрения, возможность для снижения ставок может появиться только в начале 3-го квартала: в марте-мае рост потребительской инфляции, скорее всего, сохранится (ближе к 7.0%), а в июне на фоне благоприятной статистической базы и снижения инфляции цен на продукты питания должны появиться первые признаки существенного замедления инфляционных процессов.

Во-вторых, **смена Председателя ЦБР** также **осложняет картину** в переходный период (апрель-июнь). На фоне растущих требований правительства о смягчении монетарной политики новый глава ЦБР может захотеть проявить независимость и не поддаться этому давлению.

И наконец (и это самое важное), мы считаем, что **ЦБР должен заняться устранением недостатков нынешней системы рефинансирования до начала цикла снижения ключевых процентных ставок**. Это должно повысить эффективность трансмиссионного механизма монетарной политики, укрепить доверие участников рынка к новой операционной структуре ЦБР и, наконец, обеспечить значительное смягчение денежно-кредитной политики.

- **Ликвидность против ставок или как напечатать деньги**

Нам хотелось бы подробнее остановиться на этом вопросе и разъяснить, каковы недостатки действующего механизма рефинансирования и как его можно изменить.

Проблема: дефицит ликвидности и модель создания денег

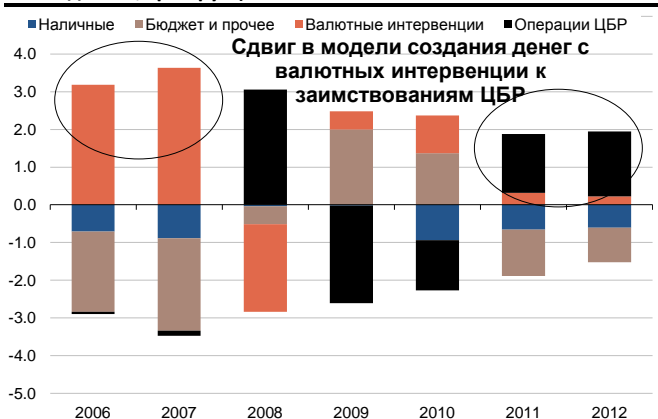
Как правило, центральные банки контролируют стоимость краткосрочных денег в экономике посредством регулирования объемов ликвидности в банковской системе. Потребности банковской системы в ликвидности основаны на автономных факторах, которые, как правило, лежат вне прямого контроля центральных банков. Поэтому, чтобы компенсировать влияние указанных автономных факторов, центральные банки проводят операции на открытом рынке с целью поддерживать объемы ликвидности на уровне, соответствующем желаемому диапазону краткосрочных процентных ставок. Среди таких автономных факторов можно назвать наличные деньги в обращении и госдепозиты в центральных банках.

До 2008 г. основным источником модели создания денег были валютные интервенции. В России основным автономным фактором, влияющим на внутреннюю ликвидность, всегда были бюджетные потоки (депозиты Минфина в ЦБР). До 2008 года стерилизация ликвидности через профицит бюджета, который переводился в госрезервы (т.е. финансовые активы в зарубежной валюте, составляющие часть валютных резервов центрального банка), и необходимость в ликвидности для удовлетворения растущей потребности в наличных деньгах в обращении более чем компенсировались валютными интервенциями ЦБР, поскольку его основной целью фактически являлось

таргетирование валютного курса, а не процентных ставок. Соответственно, в банковской системе преобладал структурный избыток ликвидности, а краткосрочные процентные ставки колебались на уровне, близком к ставкам по инструментам стерилизации ликвидности (краткосрочные облигации и депозиты ЦБР), т.е. нижнему порогу традиционного коридора ключевых процентных ставок.

Согласно новой модели, бремя создания денег смещается в сторону кредитов ЦБР. В 2008 г. ЦБР вынужден был быстро ввести антикризисные кредитные инструменты, чтобы компенсировать отток ликвидности через валютные интервенции, так как для смягчения девальвации рубля регулятор должен был продавать резервы. В последующие два года сформировался дефицит бюджета, который финансировался за счет накопленных ранее в суверенных фондах резервов. Использование государственных резервов фактически представляло собой печатание денег, что помогло восстановить структурный избыток ликвидности в банковской системе (т.е. ключевые процентные ставки вновь опустились к нижней границе коридора). Однако рост цен на нефть и ужесточение бюджетной политики после значительного истощения госрезервов в период кризиса помогли восстановить профицит бюджета, и власти вновь начали аккумулировать бюджетные сбережения. Указанные обстоятельства в сочетании с потребностью в ликвидности для удовлетворения спроса на наличные деньги в обращении были основными движущими факторами стерилизации ликвидности в течение последних двух лет. При этом, в отличие от докризисного периода, возросшая в результате постепенного перехода к инфляционному таргетированию гибкость рубля означала, что сократившиеся валютные интервенции не в состоянии компенсировать отток ликвидности, и в банковской системе образовался структурный дефицит ликвидности (т.е. банки вынуждены постоянно использовать кредитные инструменты ЦБР для удовлетворения потребности в ликвидности).

Эволюция российской модели создания денег (факторы ликвидности, трлн руб.)



*рассчитывается как сумма на корреспондентских счетах плюс депозиты в ЦБР минус обязательства перед ЦБР и Минфином
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Чистая позиция ликвидности банковского сектора (млрд руб.)

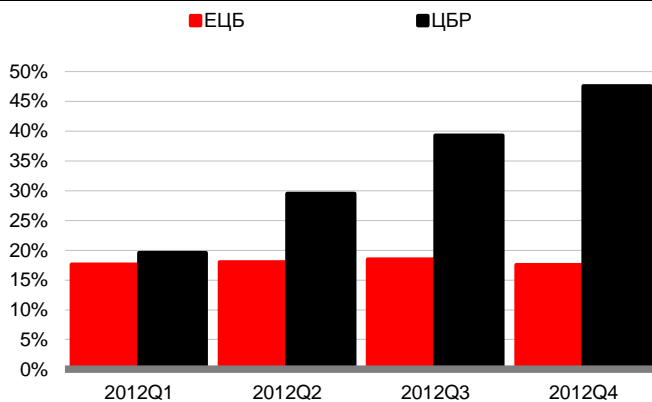


Основной сдерживающий фактор — недостаток обеспечения. «Новая» модель создания денег, основанная на кредитных инструментах (или рефинансировании) центрального банка, — вполне традиционная схема (наиболее яркий пример — ЕЦБ). Она позволяет ЦБР ужесточить контроль за

краткосрочными ставками на денежном рынке (т.к. они зависят от ставок по кредитным инструментам), но требует значительных усилий по организации управления ликвидностью. Однако ключевой недостаток этой модели лежит в другой плоскости. В отличие от развитых стран, российская финансовая система и внутренний облигационный рынок еще слабо развиты, что выводит на первый план проблему наличия обеспечения.

Например, коэффициент использования обеспечения (отношение использованного обеспечения к имеющемуся в наличии) по основному инструменту рефинансирования ЦБР (РЕПО) сегодня приближается к 40%, тогда как в европейской банковской системе он не превышает 20%, что позволяет обеспечивать надлежащую реализацию монетарной политики. Уже в конце прошлого года денежный рынок посылал явные сигналы того, что кредитование РЕПО приближается к своему пределу, так как использование обеспечения сверх некоего критического порога (который, как представляется, лежит в районе 60%) ведет к значительному стрессу денежного рынка и повышению денежных ставок overnight до уровня более дорогих «нестандартных» инструментов рефинансирования ЦБР (в данном случае валютных свопов).

Новая модель сталкивается с нехваткой обеспечения



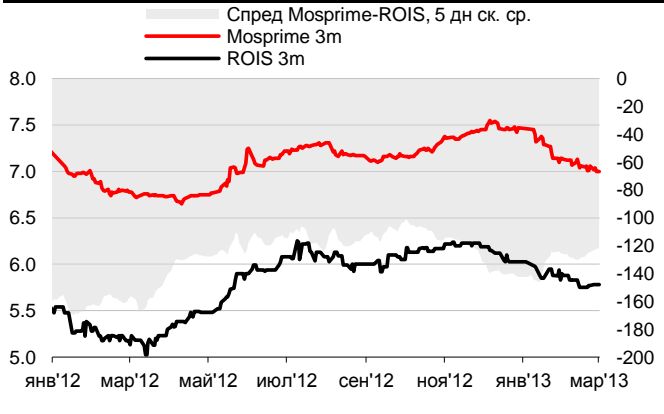
Источник: Bloomberg, ЦБР, SG / Росбанк, Ecomomics

Денежный рынок сигнализирует о проблемах с обеспечением



Таким образом, в силу нехватки рыночного обеспечения возможности ЦБР по удовлетворению в полном объеме спроса на резервы с использованием стандартных инструментов и поддержанию рыночных ставок в центре коридора весьма ограничены. Все это ведет к искажению не только денежных ставок overnight, но и всей кривой денежного рынка, так как участники рынка включают в кривую сценарии, согласно которым нехватка обеспечения может вынудить банки прибегнуть к нестандартным инструментам рефинансирования по высоким процентным ставкам штрафного уровня. Это с очевидностью проявляется в крайне высокой крутизне короткого отрезка кривой: 3-месячная ставка моспрайм превышает уровень ключевых процентных ставок (аукционного РЕПО) на 150 бп (и даже больше), в ситуации сдержанного экономического роста и отсутствия ожиданий ужесточения политики. Рисунок ниже также отражает значительное влияние ликвидности на уровень ставок денежного рынка: в течение последних двух лет ставка РЕПО корректировалась четырежды, но оставалась в диапазоне 5.0-5.5%; при этом эффективный рост ставок денежного рынка составил 3.0-3.5%, а в целом по экономике — в среднем 2.0%.

Трансмиссионный механизм монетарной политики требует ремонта

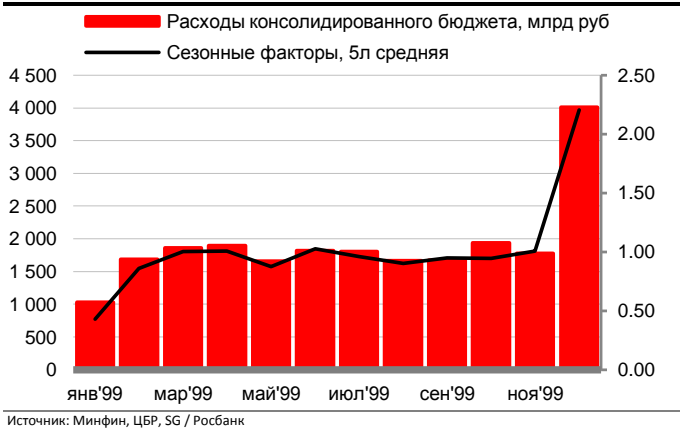


Ключевую роль играет ликвидность, а не ставки ЦБР



Прогноз ликвидности: ситуация будет только усложняться. В начале года ситуация с ликвидностью улучшилась в результате традиционного для конца года увеличения государственных расходов. Это помогло смягчить давление на денежный рынок и привело к снижению ставок. Однако лучшее время года с точки зрения ликвидности уже прошло. Сезонные колебания бюджетных расходов в прошлые периоды показывают, что с марта по ноябрь бюджет будет в профиците, выкачивая из системы крупные объемы ликвидности.

Сезонные колебания бюджетных расходов оказывают дополнительное давление

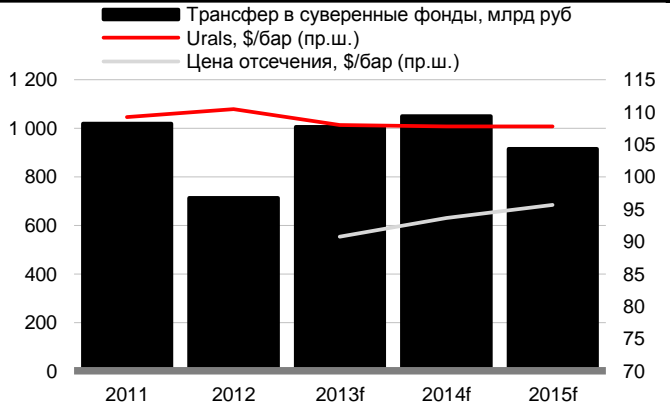


Улучшение ситуации с ликвидностью в 1к'13 носит сезонный характер



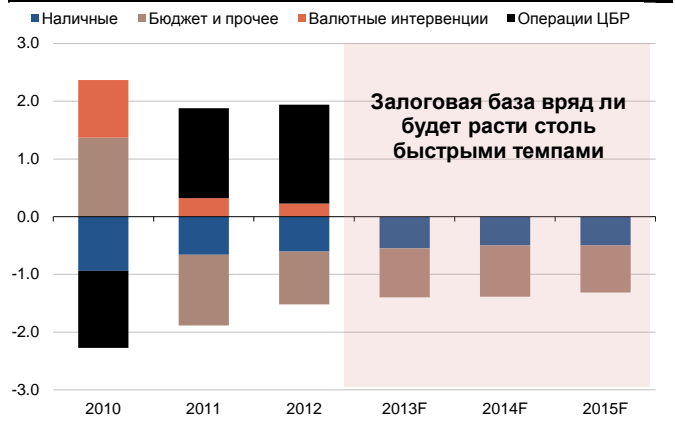
В среднесрочном плане картина также не улучшается. Новое бюджетное правило предусматривает, что все доходы от нефти и газа, превышающие определенный порог, рассчитываемый на основе исторической долгосрочной средней цены на нефть (первоначально за пятилетний период), должны переводиться в суверенные фонды, что означает стерилизацию ликвидности, если валютнообменные операции не будут проводиться на открытом рынке (в настоящее время конвертация средств Минфина происходит по официальному курсу и не влияет на рынок). При стабильной цене на нефть марки Urals в размере \$110 бюджет будет изымать около 800-900 млрд руб. в год в течение последующих трех лет, при этом в силу роста наличных денег в обращении понадобится дополнительная ликвидность в объеме около 500 млрд руб. в год.

Новое бюджетное правило...



Источник: Минфин, ЦБР, SG / Росбанк

... бюджет оказывать давление на ликвидность в будущем

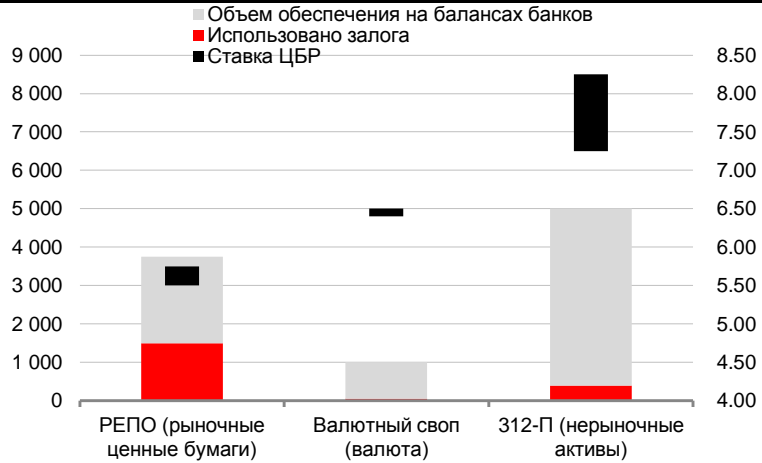


Мы считаем, что монетарным властям следует принять срочные меры по реформированию действующей системы рефинансирования, так как массовые налоговые платежи в марте-апреле приведут к изъятию всех остатков ликвидности, еще сохранившихся после увеличения государственных расходов в конце прошлого года. Это, скорее всего, выведет на первый план проблему обеспечения и приведет к давлению на денежный рынок: банки будут вынуждены использовать нестандартные инструменты (валютные свопы, 312-P) по высоким ставкам штрафного уровня, что в конце концов вызовет рост ставок на денежном рынке и автоматическое ужесточение монетарных условий.

Что можно сделать?

Как нам представляется, в кратко- и среднесрочном плане решение лежит в **расширении залоговой базы** в объеме, достаточном для компенсации ожидаемого оттока ликвидности. Существует три основных вида обеспечения, которые могут быть использованы для привлечения средств ЦБР: (i) рыночные ценные бумаги (облигации и акции) для инструментов РЕПО, (ii) твердая валюта для валютных свопов и (iii) нерыночные активы (кредиты и гарантии) для 312-П. При этом только первый рассматривается ЦБР как основной стандартный инструмент рефинансирования, а два других предлагаются по высоким ставкам штрафного уровня: спред к аукционному РЕПО составляет +100 бп и +175-275 бп для валютных свопов и 312-П, соответственно. Поскольку возможностей для расширения залоговой базы по РЕПО практически не остается, **единственным приемлемым решением представляется снижение стоимости (и, соответственно, рост популярности) валютных свопов и 312-П.**

Эффективное расширение залоговой базы может быть обеспечено за счет снижения стоимости «нестандартных» инструментов



Источник: Bloomberg, ЦБР, SG / Росбанк

С точки зрения разработки и реализации, разумной стратегией представляется введение определенного порога утилизации обеспечения по основному «стандартному» кредитному инструменту, например 40% для 1н/1д РЕПО, который исторически ассоциируется с безотказным функционированием системы. Пул приемлемого обеспечения для основного «стандартного» кредитного инструмента может быть расширен за счет не только «репюемых» бумаг, но и валютных (как недавно было фактически предложено представителями ЦБР) и даже нерыночных (разумеется, более отдаленная перспектива) активов. Остальная потребность в ликвидности, таким образом, может быть удовлетворена за счет «нестандартных» кредитных инструментов.

В настоящее время максимальный объем рефинансирования РЕПО оценивается на уровне 4 трлн руб., еще 1 трлн руб. можно привлечь за счет валютных свопов. Таким образом, если допустить, что 40% использования обеспечения составляет норму, ЦБР может рассчитывать на использование комбинированного инструмента РЕПО/валютный своп (после того, как валютный своп будет переведен на ту же базу и ставку) на уровне 2 трлн рублей. Эта цифра близка к нынешним совокупным потребностям банковской системы в ликвидности ЦБР, но, поскольку в течение ближайших десяти месяцев связанный с бюджетом отток ликвидности будет накапливаться, в октябре-ноябре потребности банковской системы, по нашим расчетам, могут увеличиться еще на 2 трлн рублей.

Частично они могут быть компенсированы возвращением сезонного профицита бюджета в банковскую систему в форме депозитов. Однако эта схема не представляется нам целесообразной, если только ЦБР не предложит альтернативный инструмент рефинансирования с аналогичными сроками погашения, в противном случае операции Минфина приведут к деформации денежного рынка. Кроме того, Минфин с осторожностью относится к размещению крупных объемов бюджетных средств на необеспеченных депозитах и предпочитает операции РЕПО, что вызывает еще большие опасения, поскольку оказывает дополнительное давление на и так уже высокий уровень использования обеспечения.

Основным источником дополнительной ликвидности (помимо основного «стандартного» инструмента), по нашему мнению, должны стать «нестандартные» кредитные инструменты, которые могут обеспечить среднесрочную (1-12 месяцев) ликвидность по плавающей ставке, увязанной с ключевой процентной ставкой (РЕПО/валютный своп). Пул обеспечения может включать все пригодные активы, но нам представляется, что основными должны стать нерыночные активы. Создание такого «нестандартного» инструмента в форме предоставления лимитированного объема средств на аукционах обеспечит регулятору возможность добиться целевого уровня использования «стандартного» кредитного инструмента. С точки зрения потенциала обеспечения, достоверных оценок количества нерыночных активов в системе сегодня не существует, однако если допустить, что половина корпоративного кредитного портфеля пригодна для использования в качестве обеспечения (в конце концов, именно ЦБР определяет критерии пригодности и может расширить их в случае необходимости), и применить 50% залогового дисконта, мы получаем 5 трлн руб., что при той же норме использования обеспечения (40%) должно дать 2 трлн руб. ликвидности.

В совокупности эффективное расширение залоговой базы (РЕПО, валютные свопы, нерыночные активы) должно быть достаточным для удовлетворения ожидаемого в этом году увеличения потребностей в ликвидности и обеспечения 15%-го годового роста залоговой базы в следующем году.

Разумеется, при реформировании действующих инструментов рефинансирования придется решить множество технических вопросов, а создание более устойчивой и эффективной системы рефинансирования требует тщательной проработки. Но какое бы решение не приняли монетарные власти, мы считаем, что такая реформа должна быть осуществлена как можно быстрее — до того, как растущий отток ликвидности вновь столкнется с несовершенством трансмиссионного механизма монетарной политики.

Среди других кратко- и среднесрочных решений можно назвать **высвобождение резервов за счет снижения резервных требований**, однако возможности для маневра в данном случае весьма ограничены, и ЦБР, скорее всего, сохранит этот вариант для чрезвычайных ситуаций. Снижение резервных требований до нуля может принести 0.6-0.7 трлн руб. ликвидности в банковскую систему. **Введение более равномерного графика бюджетных расходов в течение года** также может способствовать снижению «пиковой нагрузки» системы рефинансирования: например, если бы месячные расходы были распределены равномерно в течение 2013 года, это принесло бы более 1 трлн руб. дополнительной ликвидности в пиковый сезон (сентябрь-октябрь). Постепенный прогресс в этом направлении (о чем регулярно заявляют представители Минфина и что, похоже, сбывается, судя по бюджетным расходам в январе) должен способствовать сокращению оттока ликвидности в среднесрочной перспективе. Растущая популярность кредитных карт, альтернативные издержки накопления наличности и планируемые меры по ограничению наличных расчетов в экономике должны поддержать тенденцию к

сокращению потребности в ликвидности для обеспечения налично-денежного обращения.

Закупка валюты Минфином — долгосрочный инструмент решения проблемы ликвидности. В долгосрочной перспективе все же существует значительный риск того, что отток ликвидности за счет перечислений в государственные резервные фонды может повлиять на эффективность трансмиссионного механизма. Во властных кругах приобретает популярность идея о том, чтобы разрешить Минфину закупать валюту на открытом рынке, которая затем должна переводиться в Фонд национального благосостояния. При такой схеме обеспечение ликвидности посредством указанных операций полностью компенсирует негативное влияние бюджетных потоков на ликвидность в среднесрочном периоде. Идея достаточно изящна для ресурсной экономики, которая ввела бюджетное правило (аналогичный механизм используется в Норвегии). Помимо окончательного решения проблемы ликвидности, такое решение может способствовать снижению влияния колебаний цен на нефть на национальную валюту.

Озабоченность, однако, вызывает его реализация. Прежде всего, эта схема не может быть внедрена до тех пор, пока ЦБР не откажется от действующего механизма валютных интервенций, что ожидается не ранее 2015 года (во всяком случае, согласно планам). Кроме того, этот механизм лучше всего внедрять в тот момент, когда минимальная цена на нефть (долгосрочная средняя цена, формирующая базу для расчета бюджетных расходов и отчислений в Фонд национального благосостояния) совпадает с рыночной ценой, чтобы обеспечить минимальный объем отчислений в Фонд национального благосостояния, равно как минимальные интервенции и воздействие на рынок в момент внедрения. В противном случае внедрение этого механизма может вызвать значительный внешний шок на валютном рынке. Например, если бы такой механизм был внедрен в этом году (при стабильной цене на нефть марки Urals \$110/баррель и минимальной цене \$91/баррель), это привело бы к внезапному росту спроса на твердую валюту на \$30 млрд, что составляет половину ожидаемого положительного сальдо текущего счета. Это, в свою очередь, неизбежно привело бы к значительному ослаблению рубля (последствия аналогичны падению цены на нефть на \$15/баррель) и соответствующей коррекции внутреннего спроса.

Гипотетически мы предполагаем, что даже если эта идея получит поддержку, вряд ли она будет реализована до 2015 года, и даже тогда власти примут все меры к тому, чтобы смягчить последствия для валютного рынка, тщательно выбрав момент реализации и, возможно, обеспечив поэтапное внедрение нового механизма (например, растянув переходный период на несколько лет).

Заключение

ЦБР осознает проблему, но не спешит действовать. Представители ЦБР недавно озвучили ряд мер, направленных на решение проблемы. Например, в середине марта планируется введение трехстороннего РЕПО, который должен обеспечить большую гибкость в управлении залоговым обеспечением. Однако сроки принятия наиболее целесообразных мер остаются неясными. Например, аукционы по валютным свопам (сегодня валютный своп представляет собой постоянно действующий инструмент обеспечения ликвидностью по высоким ставкам штрафного уровня) должны быть введены «в этом году», а механизм плавающей ставки — в «3к'13». Соответственно, **ситуация с ликвидностью может ухудшиться (2к'13), прежде чем начнется восстановление (3к'13).**

При этом мы полагаем, что ухудшение ситуации с ликвидностью в конце концов вынудит власти ускорить политические изменения и определенные меры могут быть приняты уже в середине или в конце 2-го квартала. **Результат будет тот же, о котором мы говорили осенью, — снижение кривой IRS и сужение кросс-валютного базиса. Сегодня, однако, мы рекомендуем зафиксировать прибыль по этим позициям** и подождать более благоприятных уровней входа и (или) более ясных сигналов от ЦБР по поводу его планов реформирования системы рефинансирования.

Уголок стратега

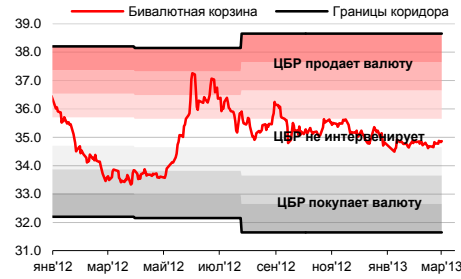
• Рубль

В феврале рубль продолжил колебаться в достаточно узком диапазоне относительно бивалютной корзины (34.60-34.85), но потерял почти 2.0% против доллара на фоне ослабления евро по итогам выборов в Италии.

Вялая динамика рубля с начала года выглядит неутешительно. Краткосрочные факторы поддержки – приток иностранного капитала на внутренний рынок облигаций и сезонное укрепление текущего счета – все еще сохраняют силу. Однако не стоит сбрасывать со счетов риски объемных длинных позиций, открытых с начала года, особенно в условиях, когда результаты выборов в Италии и секвестр бюджета в США создают угрозу настроениям на глобальных рынках. В довершение к осторожности вызывает недавнее падение цен на нефть (почти -\$9 с середины февраля), а несимметричные интервенции ЦБР в данном случае ограничивают потенциал укрепления. В этой связи в краткосрочной перспективе мы относимся к рублю нейтрально, поскольку компенсация за риск уже не выглядит столь привлекательной.

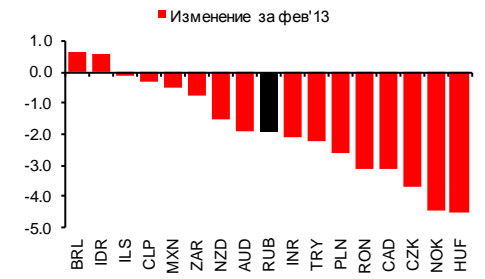
Среднесрочный прогноз также не вызывает оптимизма. Принимая во внимание ожидаемый нами период более медленного (чем до кризиса) роста мировой экономики и стабильность цен на нефть, наши равновесные модели указывают на ограниченный потенциал укрепления рубля. Дальнейший рост реальной стоимости рубля может также усугубить проблемы конкурентоспособности. Более того, правительство рассматривает возможность разрешить Минфину покупать валюту для резервного фонда на открытом рынке (с целью ограничения стерилизации ликвидности), что, безусловно, будет оказывать коррекционное давление на равновесную стоимость национальной валюты. Дискуссия по этому поводу пока еще в зачаточном состоянии, и какое-либо решение вряд ли будет принято до 2п'14, однако сам факт обсуждения этой темы усугубляет среднесрочные риски.

В феврале рубль колебался в пределах безынтервенционного коридора ЦБР...



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

...и демонстрировал скромные результаты на фоне валют развивающихся рынков



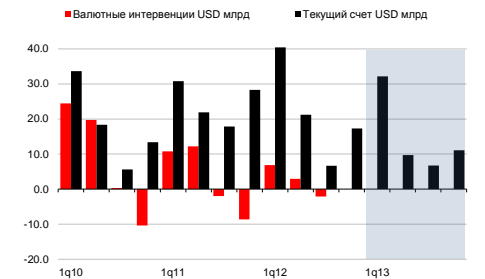
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Приток иностранного капитала на внутренний рынок облигаций...



Источник: SG / Росбанк

...и сезонное укрепление текущего счета должны поддержать рубль



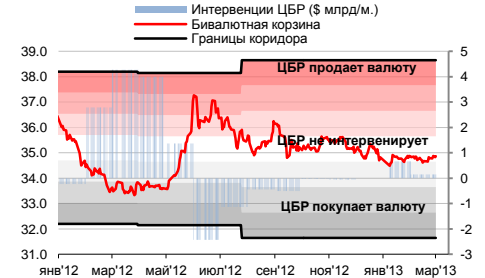
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Однако нельзя сбрасывать со счетов существующие риски...



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

... особенно, когда интервенции ЦБ ограничивают потенциал укрепления



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Среднесрочный потенциал ограничен прогнозами нефтяных котировок...



Источник: Росстат, ЦБР, SG / Росбанк

... и проблемами в сфере конкурентоспособности (индекс ULC: 100=2003)



Источник: МВФ, Росстат, SG / Росбанк

• **Денежный рынок и ставки**

ЦБР готовится к циклу смягчения.

Политическое давление на ЦБР с целью смягчения денежно-кредитной политики нарастает. Учитывая туманные перспективы экономики и стремление базовой инфляции к замедлению, мы не видим причин, которые могут сдержать регулятора от смягчения монетарной политики.

В феврале ситуация с ликвидностью была достаточно комфортной. Однако объемные налоговые платежи в марте-апреле приведут к изъятию остатков ликвидности, сохранившихся после увеличения госрасходов в конце прошлого года, что вновь выявит недостатки системы рефинансирования и риски, подрывающие способность ЦБР проводить денежно-кредитную политику.

ЦБР осознает проблему дефицита ликвидности, но не спешит действовать. Представители ЦБР недавно озвучили ряд мер, направленных на ее решение, однако сроки их реализации остались неясны (например, аукционы по валютным свопам должны быть введены «в этом году», а плавающие ставки по среднесрочным инструментам РЕПО — в «3к'13»). Соответственно, ситуация с ликвидностью может ухудшиться уже во 2к'13, прежде чем начнется оздоровление (3к'13).

Несмотря на то что рублевые ставки в феврале находились на низком уровне, мы **решили приостановить рекомендации по позициям в IRS и своп-базисе** в ожидании привлекательных уровней входа и (или) более ясных сигналов от ЦБР по поводу его планов реформирования системы рефинансирования.

Хеджевые потоки предприятий в феврале интенсифицировались в результате массовой эмиссии рублевых облигаций экспортерами (Газпром, Норникель), что увеличило инверсию кривой ХССУ (спред между 5-ти и 1-летними контрактами достиг рекордных минимумов). Однако в силу разворота арбитражных возможностей на внутреннем и долларовом рынках фондирования мы ожидаем замедления хеджевых потоков в ближайшие несколько месяцев, что должно увеличить наклон кривой ХССУ.

Прогноз монетарной политики

Ставка репо ЦБР	мар-13	июн-13	сен-13	дек-13	мар-14	Нейтральная
	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

Рост	-	Замедление темпов экономического роста привело к снижению роста ВВП ниже потенциального уровня.
Инфляция	=	Потребительская инфляция временно возросла, но во 2п'13 должна снизиться.
Бюджет	-	Ужесточение бюджетной политики будет сдерживать рост и инфляцию в 2013 г.
Финансовая стабильность	=	Явной уязвимости нет, однако галопирующий рост потребительского кредитования мог повлиять на качество кредитного портфеля.
Валюта	=	Устойчивые котировки нефти должны защитить рубль, нейтрализова последствия для монетарной политики.

Следующее заседание Совета директоров

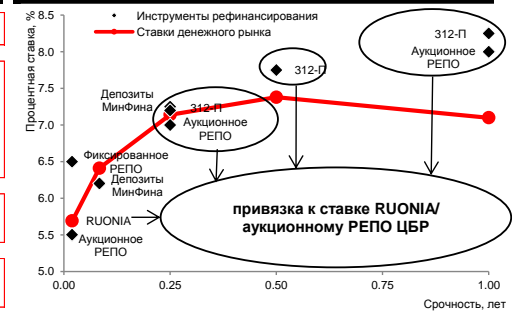
Риторика	Сдержанная
Ключевые ставки	Без изменений
Обязательные резервы	Без изменений

Прогноз

Риторика	Сдержанная
Ключевые ставки	-50 бп в 2013
Обязательные резервы	Без изменений

Источник: ЦБР, SG / Росбанк

ЦБР на пути реформирования системы рефинансирования



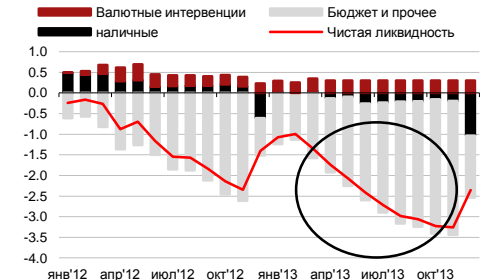
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Ситуация с ликвидностью улучшилась...



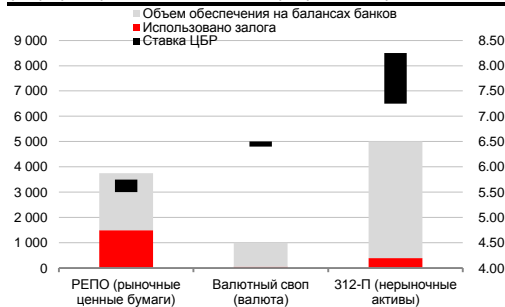
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

... однако вскоре последует ее ухудшение



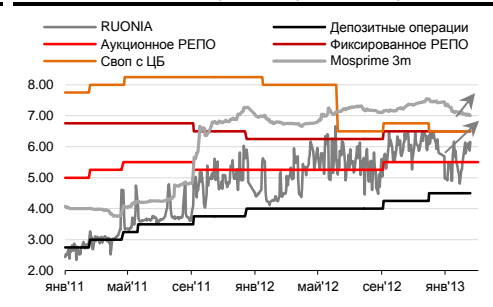
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

До тех пор пока ЦБР не приступит к реформированию системы рефинансирования...



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

... ставки денежного рынка продолжают расти



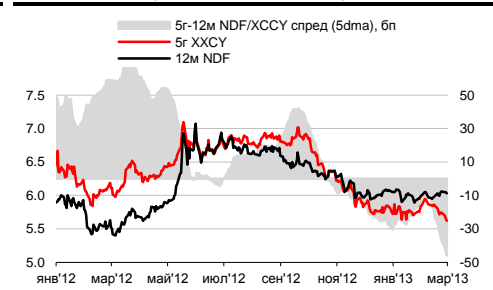
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Хеджевые потоки корпораций должны сократиться по мере разворота арбитражных возможностей...



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

...что должно увеличить наклон кривой ХССУ



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

● **Локальные облигации**

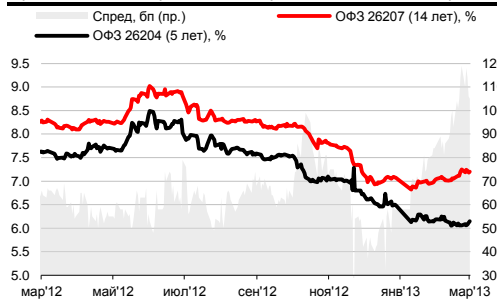
Дальний отрезок кривой госбумаг в прошедшем месяце испытывал давление продаж (вероятнее всего, локальными инвесторами) после объявления о начале обслуживания системой Euroclear сделок с ОФЗ. В то же время среднесрочные выпуски сохранили поддержку со стороны благоприятной ликвидности и притока средств от погашенных займов. В результате на волне фиксации прибыли на дальнем отрезке кривой доходности ее крутизна выросла до исторически высоких значений, в том числе и в сравнении с аналогами развивающихся рынков: спред между ОФЗ 26207 и ОФЗ 26204 (14 и 5 лет) подобрался к 110-120 бп.

Мы по-прежнему видим привлекательным дальний отрезок кривой ОФЗ как с фундаментальной (реальная доходность, хороший кредитный рейтинг), так и с технической (приток капитала на фоне низкой доли иностранных инвесторов среди сопоставимых стран) точек зрения. Ожидаемое в ближайшие месяцы смягчение монетарной политики и комфортные условия ценообразования (при текущих ценах на нефть нет необходимости размещать по любой цене) также должны поддержать гособлигации.

Корпоративные рублевые облигации инвестиционной категории консолидировались в узком диапазоне, а основная активность сместилась на первичный рынок. Тем не менее, после недавнего ралли в государственных облигациях большинство бумаг по-прежнему выглядит дешево не только исторически, но и относительно текущих кредитных спредов на рынке еврооблигаций. Таким образом, мы рассчитываем увидеть дальнейшее сужение спредов по облигациям первого эшелона, особенно после их включения в систему международных расчетов Euroclear.

Облигации второго эшелона в феврале опережали рынок, демонстрируя сокращение доходности в среднем на 20 бп. Однако в связи с введением новых «дискриминационных» правил оценки рыночного риска, их краткосрочные перспективы выглядят туманно.

После недавней фиксации прибыли наклон кривой ОФЗ вырос до исторического максимума...



Источник: Московская Биржа, SG / Росбанк

Доля иностранных инвесторов продолжила расти...



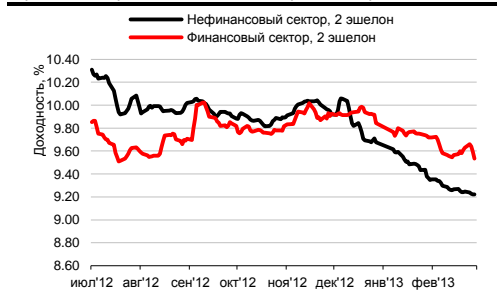
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Спреды высококачественных облигаций остаются широкими как с исторической точки зрения...



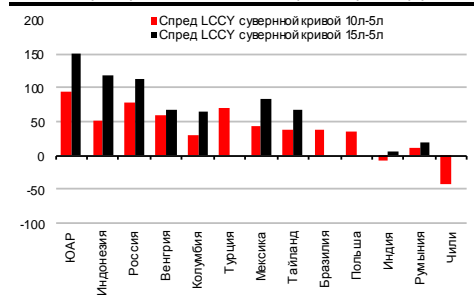
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Бумаги второго эшелона опережали рынок...



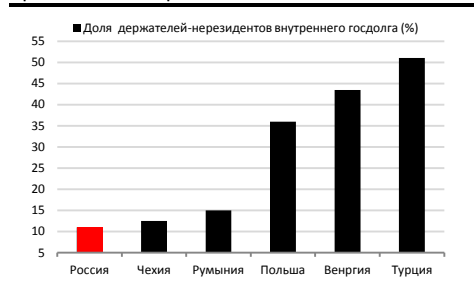
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

...и теперь кривая выглядит чрезмерно крутой



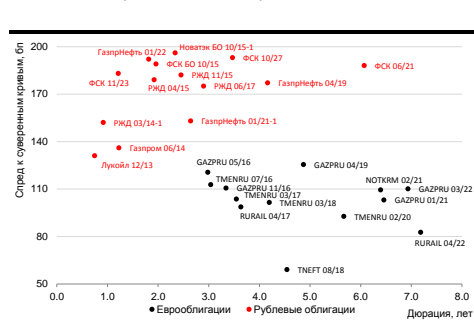
Источник: Московская Биржа, SG / Росбанк

... но по-прежнему осталась небольшой в сравнении со странами-аналогами



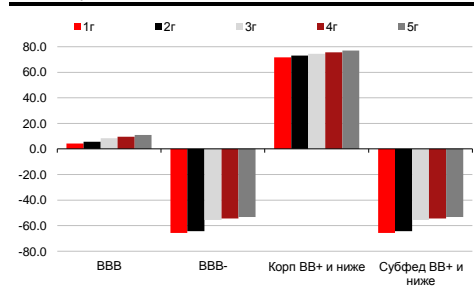
Источник: Минфин, SG / Росбанк

...так и с в сравнении с еврооблигациями



Источник: MMBB, Bloomberg, SG / Росбанк

...но вряд ли такая динамика будет долговременной*



* Изменение коэффициента нормативного капитала для портфелей негосударственных облигаций, пп
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

• **Еврооблигации**

В феврале кривая доходности российских государственных еврооблигаций колебалась в узком диапазоне, демонстрируя стабилизацию на «новых» уровнях после роста доходности на 40-50 бп в конце января. В то же время неспособность облигаций развивающихся стран, номинированных в долларах США, повторить мини-ралли защитных инструментов способствовала расширению кредитных спредов.

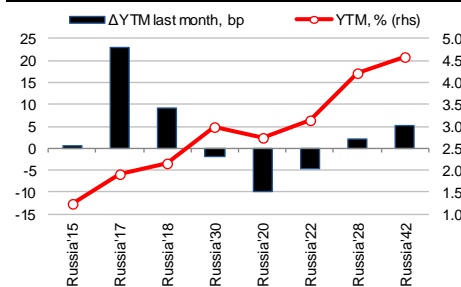
Корпоративные облигации в феврале в некоторой степени опережали суверенную кривую, хотя мы и наблюдали признаки давления первичного рынка в сегменте квазигосударственных эмитентов (ВЭБ, Сбербанк, Россельхозбанк, Газпром, наиболее вероятно, увеличат первичное предложение в этом году). Облигации второго эшелона по-прежнему выглядели лучше рынка, особенно в сегментах финансовых институтов и субординированных бумаг.

Поток первичных размещений пошел на убыль во второй половине февраля. Несмотря на это, объем уже размещенных с начала года выпусков бьет все рекорды, и, если рискованные аппетиты инвесторов существенно не ухудшатся, эмитенты продолжают пользоваться рекордно низкой стоимостью заимствований.

В краткосрочной перспективе неутешительные события в Европе (выборы в Италии) и секвестр бюджета в США могут вернуть интерес к защитным инструментам и, вполне вероятно, поддержать долларские заимствования развивающихся стран (только если существенное ухудшение рискованных настроений не приведет к значительному расширению спредов).

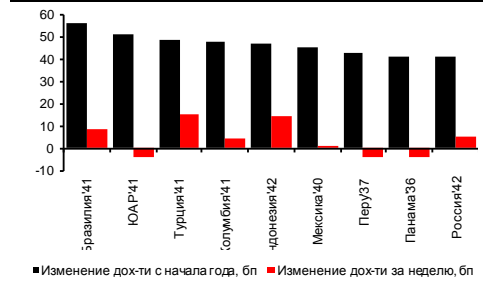
Принимая во внимание перспективу уверенного восстановления экономики США во 2п'13, мы видим значительные риски коррекции казначейских облигаций США в свете роста шансов на прекращение ФРС программы количественного смягчения. Наши стратеги прогнозируют доходность UST'10 к концу года на уровне 2.75% и ее последующий рост. Узость спредов евробондов развивающихся стран намекает на то, что они последуют за казначейскими бумагами. В такой обстановке (рост доходности «безрисковых» бумаг и устойчивые рискованные настроения) совокупная доходность облигаций второго эшелона, вероятно, превзойдет доход государственных и инвестиционных бумаг.

Российская суверенная кривая торговалась в узком коридоре...



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

...как и другие госбонды блока развивающихся стран



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Высококачественные евробонды следовали за госбумагами, а высокодоходные их опережали



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Первичный рынок быстро растет на фоне привлекательности ставок заимствования (\$ млрд)



Источник: CBonds, SG / Росбанк



Источник: CBonds, SG / Росбанк

• **Рынок акций**

В предшествующем квартале **российские акции опережали аналоги** на фоне благоприятных рискованных настроений и смягчения напряженности в еврозоне.

С точки зрения стоимости, **российские акции выглядят привлекательно**. Торгуясь при низком коэффициенте P/E, они обеспечивают привлекательную доходность при крайне низком по сравнению с аналогами отношении рыночной цены к балансовой стоимости, что говорит о низких ценах на рынке. Премия за риск также подтверждает наши рассуждения об оценке, свидетельствуя о низкой стоимости акций по сравнению с облигациями.

Мы сохраняем позитивный взгляд на российские акции на ближайшие месяцы.

Индекс ММВБ



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Мультипликатор P/E российского рынка



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российская премия за риск



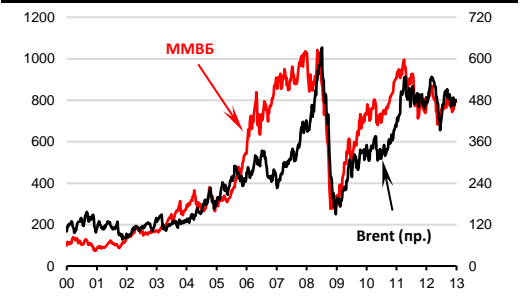
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российские акции в сравнении с мировыми рынками



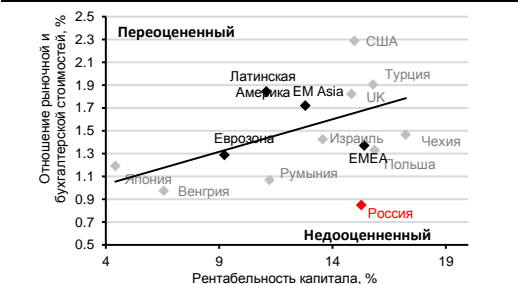
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российский рынок акций и цены на нефть



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российские акции выглядят привлекательно



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Анализ SG акций российских компаний

Мы предлагаем обзор акций российских компаний, находящихся под покрытием аналитиков SG. Компании упорядочены по нашим рекомендациям и показателям рыночной капитализации. Отметим, большое влияние на рыночный индекс оказывают нефтегазовый и горнодобывающий сектора, вместе с тем банки также составляют существенную часть рыночной капитализации.

Большая часть индекса ММВБ обеспечена покрытием

	Валюта	Цена закрытия 08/03/2012	Целевая цена	Рыночная капитализация (€bn)	Рекомендация	Аналитик
Газпром	\$	8.9	13.8	81.3	Покупать	Евгений Соловьев
Роснефть	\$	8.1	10.0	66.1	Покупать	Евгений Соловьев
Сбербанк	Руб.	105.3	123.0	56.8	Покупать	Алан Уэбборн
Лукойл	\$	67.0	72.0	43.9	Покупать	Евгений Соловьев
Сургутнефтегаз	\$	9.8	11.1	26.8	Покупать	Евгений Соловьев
ТНК-ВР	\$	2.2	3.0	25.4	Покупать	Евгений Соловьев
Алроса	Руб.	33.1	39.1	6.1	Покупать	Сергей Донской
Nord Gold	\$	4.2	5.7	1.1	Покупать	Сергей Донской
Петропавловск	£	2.5	4.7	0.6	Покупать	Брюс Олвей
ВТБ	\$	3.7	3.7	14.7	Держать	Алан Уэбборн
Татнефть	\$	42.7	38.0	11.7	Держать	Евгений Соловьев
Буровая компания Евразия	\$	38.0	42.0	4.3	Держать	Евгений Соловьев
ММК	\$	4.0	4.6	2.6	Держать	Сергей Донской
Новатэк	\$	107.0	109.0	25.0	Продавать	Евгений Соловьев
НЛМК	\$	18.8	16.2	8.7	Продавать	Сергей Донской
Северсталь	\$	11.1	9.4	7.1	Продавать	Сергей Донской
Евраз	£	2.7	1.9	4.5	Продавать	Сергей Донской
Мечел	\$	5.7	4.7	2.2	Продавать	Сергей Донской

Источник: SG Cross Asset Research

Анализ популярных инвестиций: российский фондовый рынок

Нефтегазовый, энергетический и добывающий сектора имеют наибольшее влияние на результаты, что неудивительно если взглянуть на представительство компаний из данных секторов не только на российском рынке, но и на рынках Центральной Европы в целом. Здесь мы в первую очередь рассматриваем качественные акции, предлагающие высокий дивидендный доход (Лукойл или Уралкалий). Подробную методологию вы найдете ниже. Мы предлагаем вам список наиболее привлекательных акций на российском рынке. Полная версия обзора доступна по [ссылке](#).

Дешевые акции с высоким значением коэффициента Петроски

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация (\$ млн)	Петроски	P/BV	P/E
B59NHU7	АК Транснефть прив.	Россия	Нефть и газ	3,679	8	0.4	2.7

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, Factset

Рейтинг SG количества и качества прибыли

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация (\$ млн)	DY(%)	Мертон	Петроски	Рост	Стабильность
B59MFL7	Уралкалий	Россия	Сырье	10,338	5.4	4	7	3	1

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, FactSet

Рейтинг Graham & Rea (высокий коэффициент доходность/риск)

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация (\$ млн)	G&R	G&R(1 квантиль)	G&R(2 квантиль)	G&R(1,3,6 квантили)
B59SNS8	Лукойл	Россия	Нефть и газ	34,125	8.0	3.0	5.0	3.0
B5B1TX2	Сургутнефтегаз	Россия	Нефть и газ	5,182	7.0	3.0	4.0	3.0
B59BXN2	Татнефть	Россия	Нефть и газ	10,275	5.5	3.0	2.5	3.0
B59MFL7	Уралкалий	Россия	Сырье	10,338	5.0	2.5	2.5	1.5

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, Factset

Рейтинг магической формулы Гриблатта (по стоимости)

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация (\$ млн)	ROC (%)	EY (%)	ROC (рейтинг)	EY (рейтинг)	Итого (рейтинг)
B5B1TX2	Норильский никель	Россия	Сырье	9,422	39.2	15.4	87	27	15
B59SS16	Роснефть	Россия	Нефть и газ	10,935	35.2	32.1	103	1	13

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, Factset

Popular Investment Screens – это обзор хорошо известных моделей. Наша команда количественного анализа, возглавляемая Andrew Laphorne, ежемесячно отслеживает результаты, рассчитанные на основе данных критериев, и представляет документы, содержащие последние результаты. Они могут быть отфильтрованы и адаптированы в соответствии с Вашими потребностями в зависимости от интересующего Вас сектора, региона или критического уровня (уровня входа, threshold). Подробную методологию Вы найдете [здесь](#).

Уголок экономиста

Рост и инфляция

В конце 2012 г. замедление роста ВВП продолжилось. В прошлом году темпы роста ВВП снизились до 3.4% после 4.3% в 2011 г. на фоне снижения внутреннего спроса во второй половине года. Годовые результаты предполагают снижение темпов роста в течение 2п'12: в 4к'12 темпы роста упали до 2.2% г/г (по сравнению с 2.9% в 3к и 4.5% в 1п). Кроме того, по данным Минэкономразвития, в январе темпы роста выпуска также снизились до 1.6% г/г.

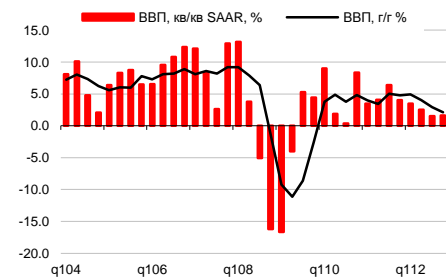
Опережающие индикаторы рисуют противоречивую картину. По данным PMI и Росстата, деловая уверенность оставалась достаточно стабильной в последние несколько месяцев. В отличие от статистических отчетов, первые опережающие индикаторы рисуют менее оптимистичную картину: энергопотребление упало до -4.5% г/г (на фоне теплых погодных условий и замедления роста энергоинтенсивных отраслей), сокращение грузовых железнодорожных перевозок продолжилось (-3.2% г/г).

Мы считаем, что **возобновление роста в краткосрочной перспективе маловероятно**, так как ужесточение бюджетной политики, сокращение объемов потребительского кредитования, слабый внешний спрос и ужесточение условий заимствования будут по-прежнему оказывать сдерживающее давление.

Инфляция, скорее всего, останется на высоком уровне до июня на фоне роста цен на продукты питания, повышения акцизов и низкой статистической базы, но февральский результат, видимо, знаменует собой пиковое значение. В то же время базовая инфляция продолжит снижаться, а ускорение потребительской инфляции вряд ли приведет к росту инфляционных ожиданий на фоне ухудшающегося прогноза экономического роста.

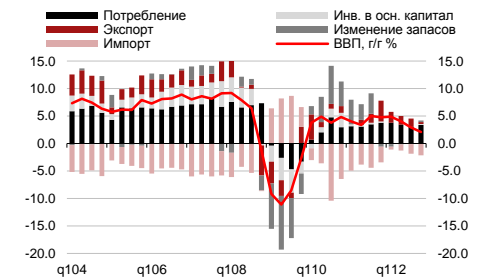
В ситуации снижения темпов экономического роста ниже потенциального уровня давление на ЦБР с целью смягчения монетарной политики будет нарастать, особенно в свете ограниченных возможностей для маневра в бюджетной политике. **Мы считаем, что ожидаемая в марте-апреле стабилизация потребительской инфляции может стать началом цикла смягчения.**

Замедление экономического роста продолжается...



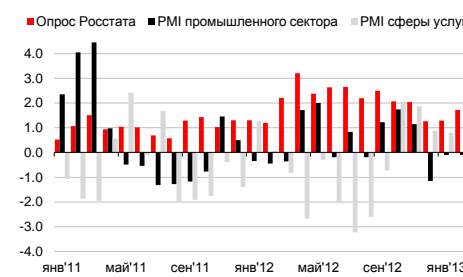
Источник: Росстат, SG / Росбанк

...на фоне снижения внутреннего спроса



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Деловая уверенность стабильна...



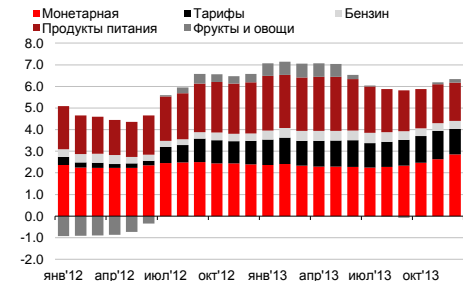
*разница по сравнению с долгосрочным (5 лет) средним значением временного ряда
Источник: Маркит, Росстат, SG / Росбанк

...но опережающие данные указывают на риски снижения



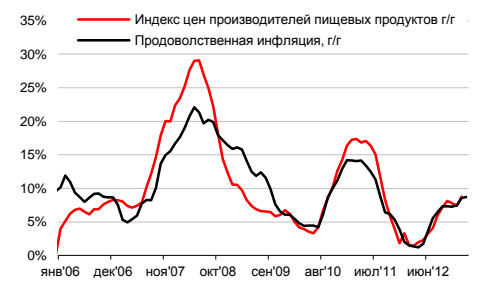
Источник: РЖД, СО ЕЭС, SG / Росбанк

В 1 квартале потребительская инфляция временно возрастет...



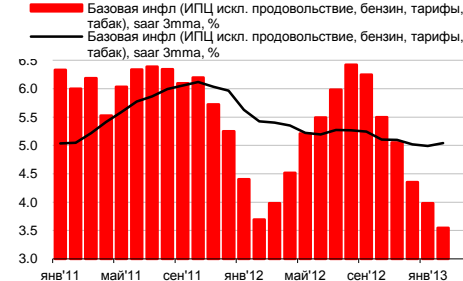
Источник: Росстат, SG / Росбанк

...на фоне высокой инфляции цен на продукты питания



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Базовая инфляция продолжает снижаться...



Источник: Росстат, SG / Росбанк

...как и инфляционные ожидания



Источник: Росстат, SG / Росбанк

• **Внутренний спрос**

Сокращение потребительских расходов продолжается. В январе розничные продажи упали до 3.5% г/г, а рост полностью остановился. Падение продаж продовольственных товаров объясняется возобновлением роста инфляции цен на продукты питания на фоне повышения акцизов на алкоголь и сезонного роста цен на овощи. Большое беспокойство вызывает резкое снижение продаж непродовольственных товаров, так как это может свидетельствовать о быстром ухудшении доверия потребителей.

Вследствие естественного насыщения рынка и ожидаемого ужесточения макропруденциальных норм регулятора в конце года **продолжилось замедление темпов роста потребительского кредитования.** Учитывая чрезмерно высокие предшествующие темпы роста объемов финансирования населения, мы ожидаем дальнейшего замедления потребительского кредитования в ближайшие кварталы до более разумных темпов (25-30%).

Ситуация на рынке труда остается благоприятной: в январе занятость продолжала расти. Однако рост заработных плат будет замедляться вслед за снижением роста доходов в государственном секторе.

Мы ожидаем, что в течение ближайших кварталов темпы роста потребительской активности стабилизируются на умеренном уровне, но потребители, тем не менее, останутся главной движущей силой экономики.

В январе **капиталовложения** слегка выросли (до 1.1% г/г) после падения до отрицательной величины в конце прошлого года, но в целом они в лучшем случае стагнируют. По последним данным ЦБР, в 4к'12 условия кредитования несколько ужесточились, отражая нехватку фондирования в банковской системе. В сочетании с неопределенным прогнозом роста это может привести к снижению темпов роста капиталовложений в краткосрочной перспективе, хотя мы ожидаем оживления инвестиционной активности во второй половине 2013 года.

В январе розничные продажи упали...



Источник: Росстат, SG / Росбанк

...на фоне снижения объемов продаж во всех основных секторах



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Но снижение потребительского кредитования и роста доходов населения будет замедлять потребительскую активность



*разница по сравнению с долгосрочным (5 лет) средним значением временного ряда
Источник: Маркит, Росстат, SG / Росбанк

А высокие ставки по депозитам стимулируют сбережение, а не расходы



Источник: РЖД, СО ЕЭС, SG / Росбанк

Ситуация на рынке труда остается благоприятной...



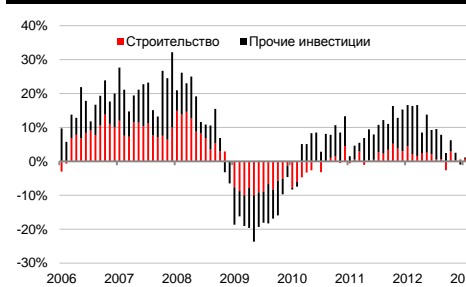
Источник: Росстат, SG / Росбанк

...но рост заработных плат замедляется на фоне сокращения доходов в государственном секторе



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Несмотря на некоторое ускорение в начале года...



Источник: Росстат, SG / Росбанк

...стагнация инвестиционной активности продолжается



Источник: Росстат, SG / Росбанк

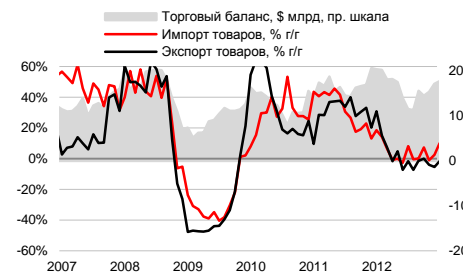
• **Внешний спрос и платежный баланс**

Торговый баланс восстановился во втором полугодии на фоне роста нефтяных цен. Устойчивые цены на энергоносители и отопительный сезон в Европе будут способствовать росту экспорта в ближайшие месяцы, тогда как на фоне замедления внутреннего спроса рост импорта останется сдержанным.

Хотя благодаря устойчивому спросу на сырьевые товары и умеренному росту импорта текущий счет стабилизировался, **структура платежного баланса в целом ухудшается**. Стабильная динамика текущего счета возможна только при сохранении восходящей динамики цен на энергоносители. Экспорт нефти и газа в лучшем случае стагнирует, оказывая давление на реальный рост экспорта. В то же время возрастающий внутренний спрос неизбежно приведет к ускорению роста импорта, особенно в условиях ограниченной конкурентоспособности местных производителей и несоответствия структуры внутреннего спроса и промышленного производства.

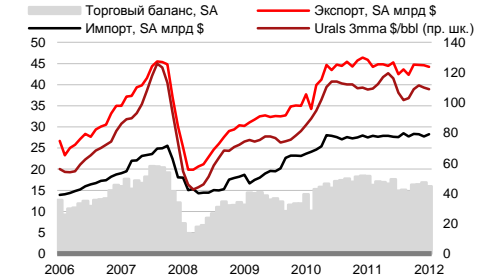
Сокращение профицита текущего счета указывает на возрастающее значение динамики частного капитала для макроэкономической стабильности и устойчивости валюты. При этом в последние несколько лет отток капитала стал основной характерной чертой российского платежного баланса. Недавние реформы по совершенствованию инфраструктуры внутренних рынков капитала, безусловно, помогут привлечь большее количество портфельных инвесторов, определенный прогресс наблюдается в улучшении делового климата и решении других застарелых структурных проблем. Однако продолжающийся отток инвестиций с очевидностью свидетельствует о недостаточности успехов российских властей в этом направлении и необходимости срочных структурных реформ с целью повышения доверия внутренних инвесторов.

Торговый баланс нормализовался во втором полугодии...



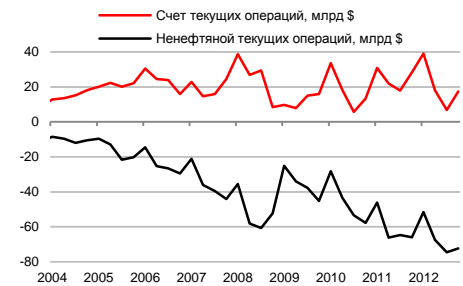
Источник: ЦБР, ФТС, SG / Росбанк

...на фоне восстановления цен на нефть



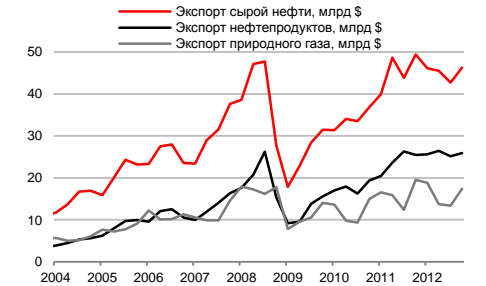
Источник: Bloomberg, ФТС, SG / Росбанк

Текущий счет стабилизировался благодаря...



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

...росту цен на энергоносители



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Стабильные цены на нефть не могут поддерживать текущий счет в долгосрочном периоде



Источник: ЦБР, ФТС, SG / Росбанк

Гигантский отток капитала — результат...



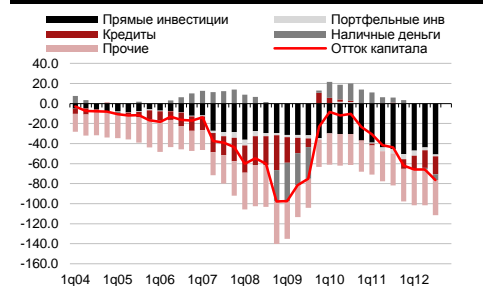
Источник: ЦБР, ФТС, SG / Росбанк

...сокращения внешнего долга (приток частного капитала, \$ млрд, сумма за 4 кв)...



Источник: ЦБР, ФТС, SG / Росбанк

...и постоянной утечки капитала (отток частного капитала, \$ млрд, сумма за 4 кв)...



Источник: ЦБР, ФТС, SG / Росбанк

● **Банковская система**

Рост денежной массы продолжил замедляться. Учитывая сложную ситуацию с фондированием, нисходящая тенденция, скорее всего, сохранится в краткосрочном периоде, пока ЦБР не перейдет к циклу смягчения во 2-3к'13.

Традиционный для конца года рост бюджетных расходов помог сократить дефицит ликвидности на денежном рынке, и все же **ЦБР следует ускорить реформирование системы рефинансирования**, пока сезонный профицит бюджета не поглотил остатки ликвидности и банковская система не столкнулась с нехваткой обеспечения.

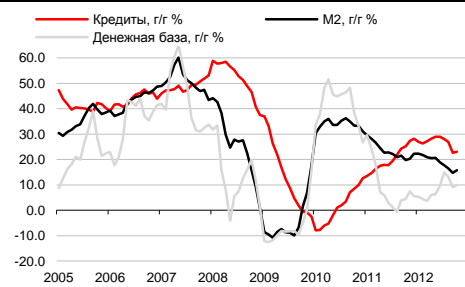
Рост корпоративного кредитования замедляется. Умеренные планы капиталовложений на фоне замедления внутреннего спроса и неопределенной ситуации на глобальных рынках привели к снижению спроса на кредиты со стороны предприятий, а банки, столкнувшись с растущей нехваткой фондирования, ужесточили условия заимствований.

В розничном сегменте темпы роста кредитования снижаются вследствие естественного насыщения спроса, нехватки фондирования и ожидаемого ужесточения макропруденциального регулирования со стороны ЦБР.

При снижении спроса на кредитование и повышении депозитных ставок (что стимулирует склонность к сбережениям) **восстановление устойчивого роста банковской системы будет продолжаться.** Учитывая, что ЦБР бьет тревогу по поводу повышения рисков в сфере потребительского кредитования, эта тенденция будет еще более укрепляться в силу ужесточения макропруденциального регулирования.

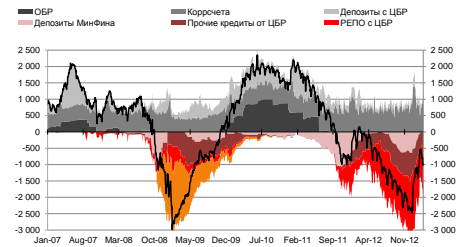
Ситуация с проблемными кредитами пока остается стабильной, однако быстрый рост розничного кредитования может привести к снижению качества активов. Нельзя пренебрегать и рисками финансовой стабильности, особенно на фоне рекордно низкой достаточности капитала.

Рост денежной массы замедляется



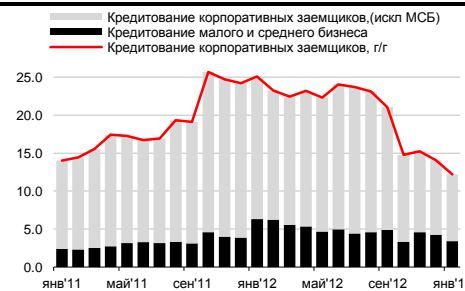
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Восстановление ликвидности в начале года будет непродолжительным



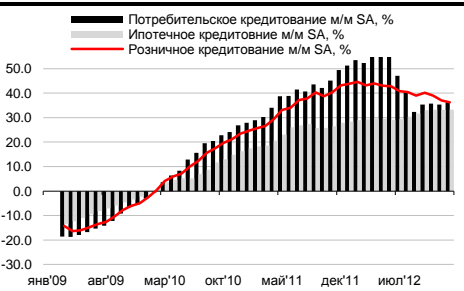
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Рост корпоративного кредитования практически остановился...



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

...а потребительское кредитование замедляется



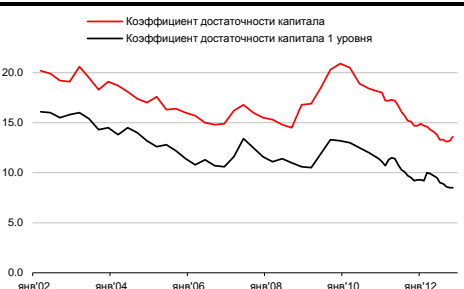
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Банковская система переходит к более устойчивым темпам роста



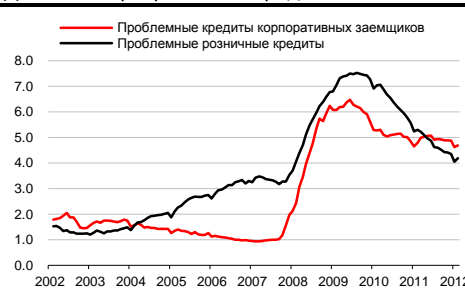
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Достаточность капитала достигла исторического минимума



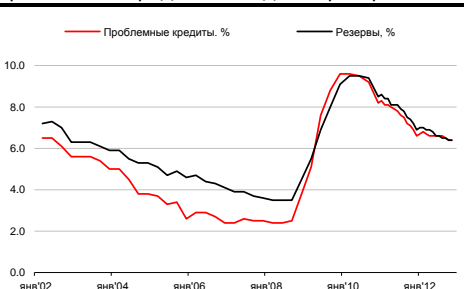
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Динамика просроченных кредитов



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Проблемные кредиты и создание резервов



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

● **Бюджетная политика**

Рост предвыборных расходов способствовал сдерживанию неблагоприятного влияния на экономику, вызванного замедлением глобального роста. Однако фискальный импульс ощущался главным образом в начале года, а во 2п'12 его воздействие быстро иссякло, что привело к замедлению экономического роста.

Федеральный бюджет на 2013-2015 гг. подготовлен на основе нового бюджетного правила и уже в 2013 г. предусматривает консолидацию расходов в размере почти 0.9% ВВП. Вместе с тем, почти вся «экономика» получена за счет сокращения трансфертов региональным бюджетам, тогда как на консолидированном уровне меры по фискальной консолидации сосредоточены в части повышения доходов бюджета (увеличение акцизов и НДС на газ).

Ключевой риск 2013 года заключается в том, что региональные бюджеты будут не в состоянии обеспечить расходную часть в полном объеме, так как их допущения о росте доходов чересчур оптимистичны. В этом случае возможны следующие варианты: (i) определенные расходы не будут осуществлены (что повлечет замедление экономического роста), (ii) увеличатся трансферты из федерального бюджета (что весьма маловероятно, ибо ставит под угрозу бюджетное правило), (iii) региональные бюджеты увеличат объем заимствований. Сочетание пунктов (i) и (iii), на наш взгляд, крайне маловероятно.

Невзирая на бюджетное правило, в ситуации замедления экономического роста **власти вполне могут прибегнуть к обходным способам решения проблемы.** Бюджетные резервы могут быть использованы для финансирования государственных инфраструктурных проектов; все большую популярность приобретают госгарантии (особенно по финансированию расходов на оборону).

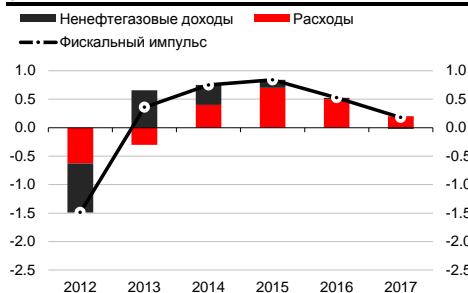
Единственным недостающим звеном бюджетной мозаики, имеющим огромное значение, по-прежнему остается реформа пенсионной системы. Меры по реформированию льгот и пособий при досрочном выходе на пенсию, равно как сокращение финансируемой части пенсионной системы, помогут сдержать рост дефицита пенсионной системы в ближайшие годы, но долгосрочная устойчивость бюджета все равно остается под вопросом. Обсуждается и «скрытое» повышение пенсионного возраста, но окончательное решение еще не принято.

Фискальный импульс пришелся на начало года



Источник: Минфин, SG / Росбанк

Постепенное сокращение бюджетных расходов...



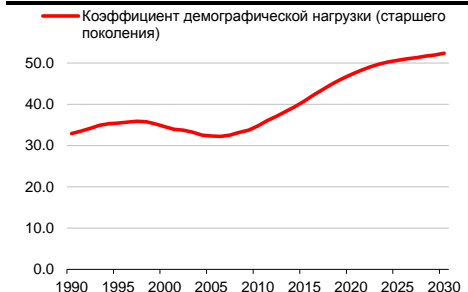
Источник: Минфин, Bloomberg, SG / Росбанк

В 2013 г. региональные бюджеты должны обеспечить расходную часть



*Бюджетная политика определяется как изменение CANOPB консолидированного бюджета
Источник: Минфин, SG / Росбанк

Реформа пенсионной системы все еще на повестке дня



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Во 2п'12 расходная часть резко сократилась, вызвав замедление роста



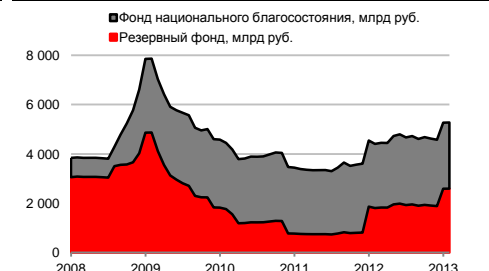
Источник: Минфин, SG / Росбанк

...поможет повысить устойчивость к внешним шокам



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Также возможны обходные способы решения вопросов (с использованием госрезервов)



Источник: Минфин, Росстат, SG / Росбанк



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Основные прогнозы

Экономические прогнозы

	Q212	Q312	Q412	Q113f	Q213f	Q313f	Q413f	Q114f	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
Номинальный ВВП 2011 \$1849 млрд									4.3	4.3	3.4	2.9	3.9	4.0	3.7	3.7
Реальный ВВП (% г/г)	4.0	2.9	2.2	2.0	2.8	3.2	3.5	4.0	4.3	4.3	3.4	2.9	3.9	4.0	3.7	3.7
Потребительские расходы	6.6	6.0	4.7	3.7	3.9	4.4	4.5	4.8	5.2	6.8	6.1	4.1	4.7	4.4	4.2	4.3
Государственные расходы	0.0	-0.4	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	-1.4	1.5	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0
Инвестиции	7.9	7.1	2.5	1.5	3.9	6.2	8.9	10.1	5.8	8.0	6.5	6.0	9.0	7.4	7.2	6.8
Экспорт	-1.4	2.1	2.0	1.1	3.2	2.5	2.7	2.4	7.0	0.4	1.8	2.4	2.8	3.6	2.8	2.5
Импорт	2.9	9.6	5.0	4.1	5.7	6.9	9.5	7.8	25.8	20.3	6.8	6.8	7.8	7.3	6.1	5.3
Номинальный ВВП (% г/г)	11.8	10.7	9.4	6.1	8.0	9.6	9.3	9.9	16.4	20.9	11.6	8.3	9.5	9.3	8.8	8.5
Потребительская инфляция (% г/г)	3.8	6.0	6.5	7.2	7.0	5.8	5.5	5.4	6.8	8.4	5.1	6.4	5.4	5.1	4.7	4.4
Базовая инфляция** (% г/г)	5.3	5.3	5.1	5.0	4.6	4.1	3.9	4.2	5.2	5.7	5.3	4.4	4.4	4.2	3.9	3.6
Уровень безработицы (% , sa)	5.7	5.6	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	7.5	6.6	5.7	5.5	5.4	5.2	5.0	4.8
Занятость (% г/г)	-0.1	0.6	0.7	0.9	0.2	0.2	-0.1	-0.2	0.6	1.3	0.9	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Заработная плата (% г/г)	15.5	12.7	12.4	12.5	10.4	10.3	10.2	10.0	11.9	13.0	13.7	10.8	9.8	9.1	8.8	8.8
Фискальный импульс*** (% нефтяного ВВП)									0.7	2.1	-2.0	0.5	0.7	0.8	0.5	0.2
Разрыв выпуска (% ВВП)									-2.5	-1.2	0.1	-0.6	-0.3	0.0	0.1	0.0
Прибыль корпораций до уплаты налогов (% г/г)									42.8	14.5	8.5	7.2	9.6	8.2	8.6	8.0
Текущий счет (% ВВП)									4.8	5.3	4.1	2.7	1.1	0.2	-0.7	-1.3
Сальдо консолидированного бюджета (% ВВП)									-4.1	1.6	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.2
Задолженность федерального правительства (% ВВП)									8.7	9.6	10.2	11.4	12.3	12.7	13.0	13.0
Минимальная ставка ЦБР по аукционам репо, овернайт	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	5.00	5.00	5.25	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25

Источник: Росстат, Росбанк. * Вклад в ВВП **ИПЦ без учета продуктов питания, бензина, тарифов и табака

***Фискальный импульс определяется как изменение нефтяного первичного дефицита консолидированного бюджета, скорректированного на циклические факторы

Ставки и валюта

на конец периода	Q213f	Q313f	Q413f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
Ключевые ставки								
Депозитная ставка ЦБР, o/n (%)	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
Ставка аукционного РЕПО ЦБР, o/n (%)	5.50	5.00	5.00	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25
Ставка фиксированного РЕПО ЦБР, o/r	6.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75
Ставки денежного рынка								
3м Mosprime (%)	6.80	5.90	5.90	5.90	5.60	5.20	4.95	4.70
3м OIS (%)	6.00	5.40	5.40	5.40	5.40	5.05	4.80	4.55
Спред 3м OIS к ключевой ставке ЦБР	50	40	40	40	40	30	30	30
Спред 3м Mosprime - 3м OIS (бп)	80	50	50	50	20	15	15	15
Государственные облигации								
Дходность 3-летней ОФЗ	6.10	5.70	5.80	5.80	5.80	5.45	5.30	5.05
Дходность 5-летней ОФЗ	6.20	5.90	6.00	6.00	6.00	5.85	5.80	5.55
Дходность 10-летней ОФЗ	6.50	6.30	6.40	6.40	6.40	6.35	6.30	6.05
FX								
RUBBASK	34.50	35.00	35.50	35.50	35.50	35.00	34.50	35.00
EURUSD	1.27	1.25	1.20	1.20	1.22	1.20	1.15	1.10
USD RUB	30.76	31.46	32.57	32.57	32.30	32.11	32.32	33.49
EUR RUB	39.07	39.33	39.08	39.08	39.41	38.53	37.17	36.84

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Вторник, 19 марта (Промышленное производство в феврале, Мечел)	Промышленное производство в феврале (рус / eng)	Квартальный экономический обзор (eng)
Понедельник, 18 марта (Еврохим)	Итоги мартовского заседания ЦБР (рус)	Россия в фокусе, февраль (eng)
Пятница, 15 марта (Роснефть 7,8)	Мартовское заседание ЦБР (рус)	Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)
Четверг, 14 марта (Торговый баланс, недельная инфляция)	Ликвидность банковского сектора в марте (рус)	Россия в фокусе, январь (рус / eng)
Среда, 13 марта (X5 Retail Group)	Инфляция в феврале (рус / eng)	Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)
Вторник, 12 марта	Экономика в январе (рус / eng)	Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)
Понедельник, 11 марта (Новатек)	Промышленное производство в январе (рус / eng)	Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)
Четверг, 7 марта (Вымпелком, ТМК)	Итоги февральского заседания ЦБР (рус / eng)	Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)
Среда, 6 марта (Инфляция в феврале, Северсталь)	Февральское заседание ЦБР (рус)	Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)
Вторник, 5 марта (Композитный индекс деловой активности)	Ликвидность банковского сектора (рус)	Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (rus)
Понедельник, 4 марта (Ростелеком 19, Русал)	Инфляция в январе (рус / eng)	Россия в фокусе, октябрь (eng)
Пятница, 1 марта (PMI производственного сектора, Мегафон, Мегафон Финанс 6,7)	Экономика в декабре (рус / eng)	
Четверг, 28 февраля (Недельная инфляция)	Промышленное производство в декабре (рус / eng)	
Среда, 27 февраля (ВЭБ-Лизинг 10,11, Евраз)	Итоги январского заседания ЦБР (рус / eng)	
Вторник, 26 февраля	Январское заседание ЦБР (рус)	

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Кольчев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MVPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	Владимир Мацко vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Михаил Афонский MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14836	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VAShapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Роман Воронин roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Виктория Якимова Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Павел Малявкин PMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Татьяна Амброжевич TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14834	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	Юрий Новиков YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974	
Александр Сычев AASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557	Роман Будаев roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44		
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835		Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44		

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2013