

# Рублевые облигации – 2012: Новая парадигма

Декабрь 2011

Александр Кудрин  
руководитель Отдела анализа долговых бумаг



**Тройка** Диалог

# Итоги 2011 года

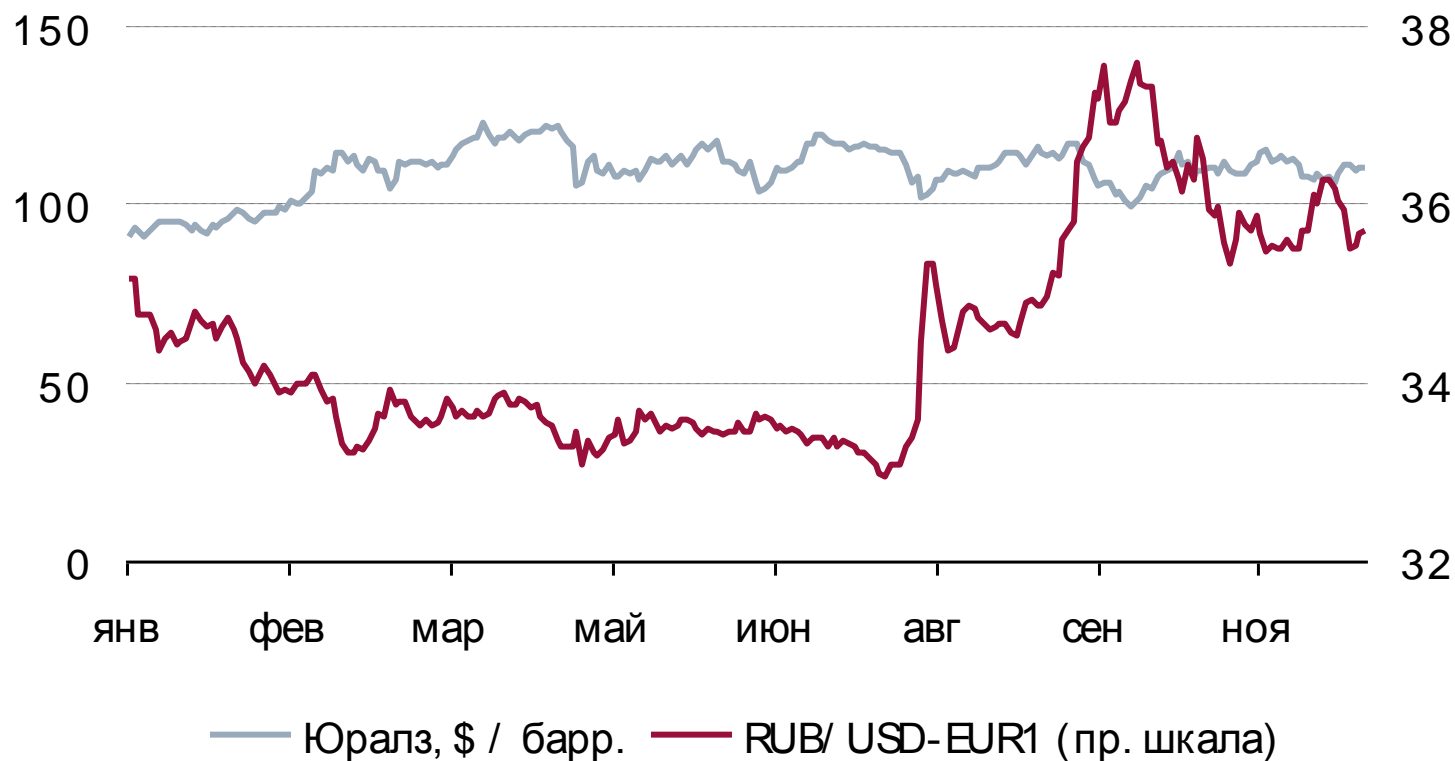
- Макроэкономический фон существенно изменился. Рост волатильности рубля и резкое замедление инфляции внесли коррективы в динамику цен рублевых облигаций.
- Первичный рынок рублевых облигаций работал с перебоями. Основной причиной для этого стала нестабильная ситуация в мировой финансовой индустрии. Тем не менее, он восстановился быстрее сегмента еврооблигаций.
- Политика Минфина в области заимствований стала более прозрачной и адекватной, что позволило увеличить срок обращения выпускаемых облигаций. При этом ведомство также активно размещало временно свободные ресурсы на банковских депозитах.

# Инфляция замедляется



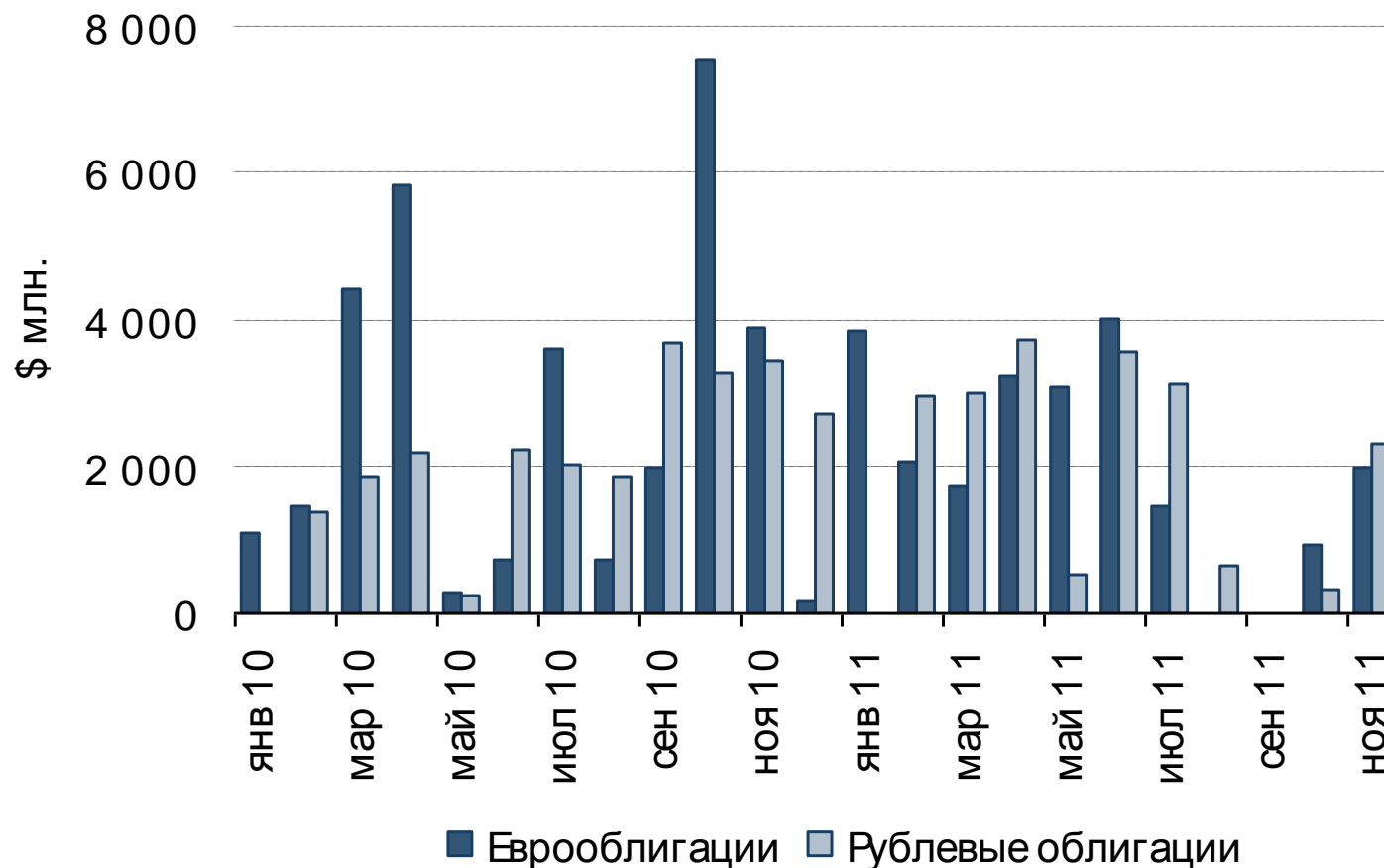
Источник: ЦБ РФ

# Рубль подешевел, несмотря на стабильность цен на нефть



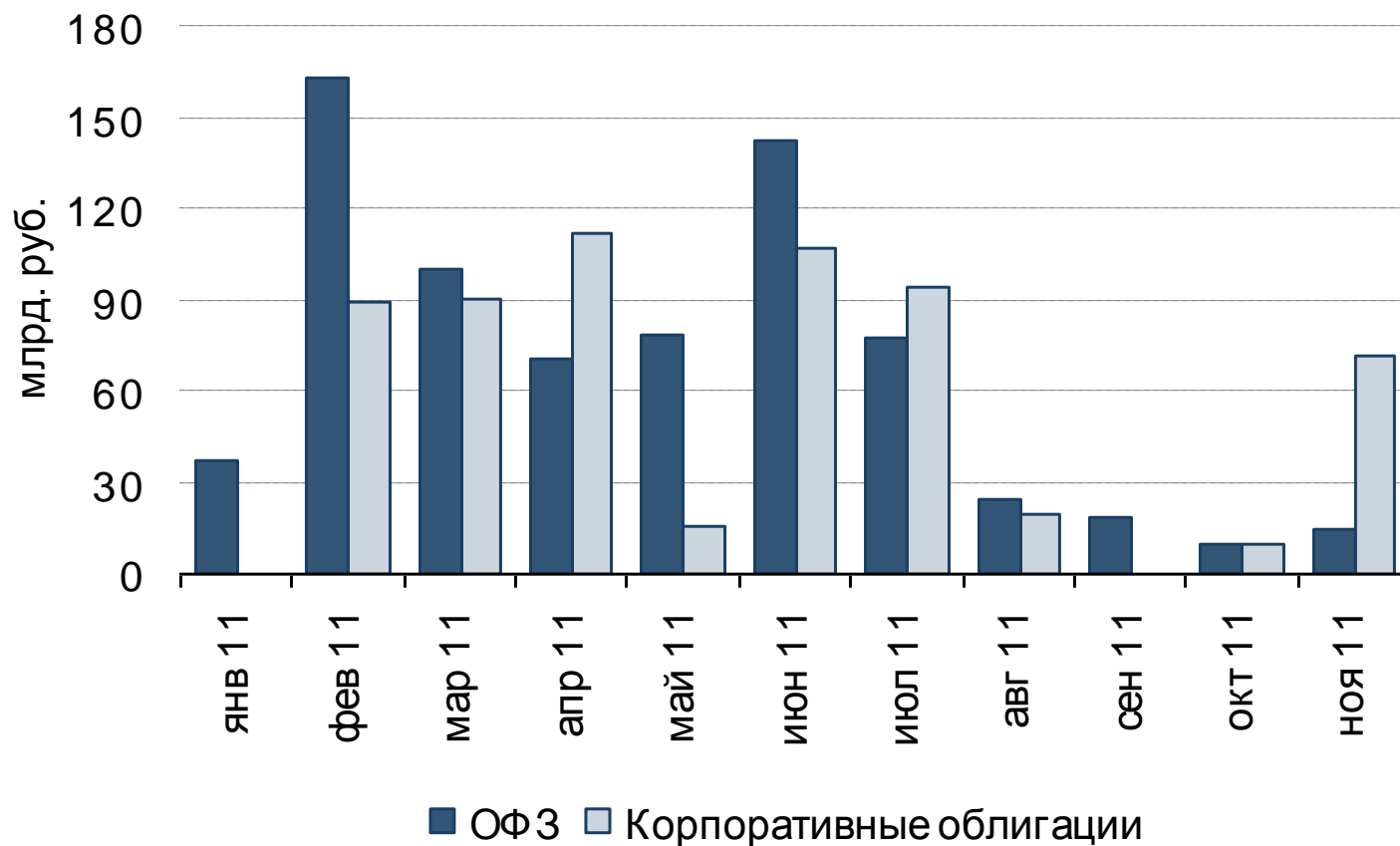
Источник: Bloomberg

# Рублевые облигации остаются крупным источником фондирования



Источник: Тройка Диалог

# Объемы первичного рынка государственных и корпоративных облигаций сопоставимы

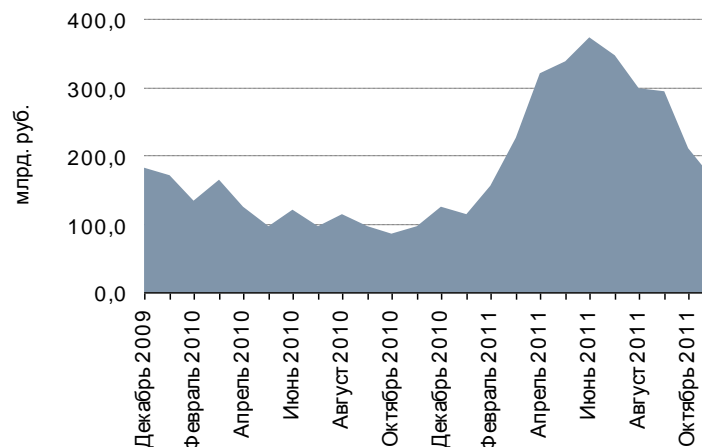


Источник: Минфин, Тройка Диалог

# Минфин на рынке рублевых облигаций

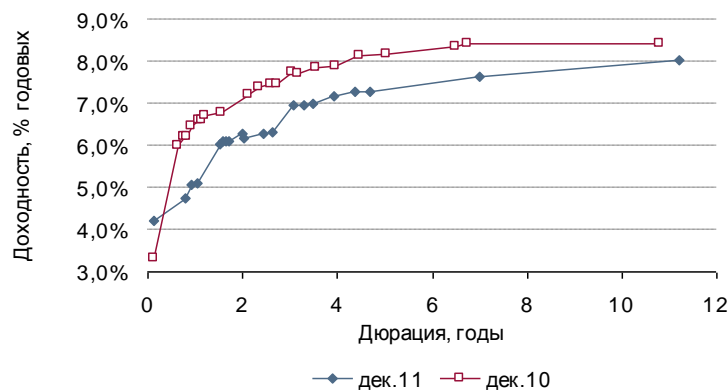
- Минфин сделал несколько полезных нововведений. В частности, он начал давать индикацию доходности на предстоящих аукционах, что позволяет управлять ожиданиями рынка.
- Крупнейший заемщик страны стремится к внедрению лучших рыночных стандартов. Например, Минфин фактически отказался от практики размещения бумаг в объеме больше заявленного. Эти инициативы стали одной из причин улучшения ликвидности.
- Минфин занимает более активную позицию. Изучение рыночной конъюнктуры позволяет ему своевременно корректировать объемы заимствований.

Оборот на вторичном рынке ОФЗ



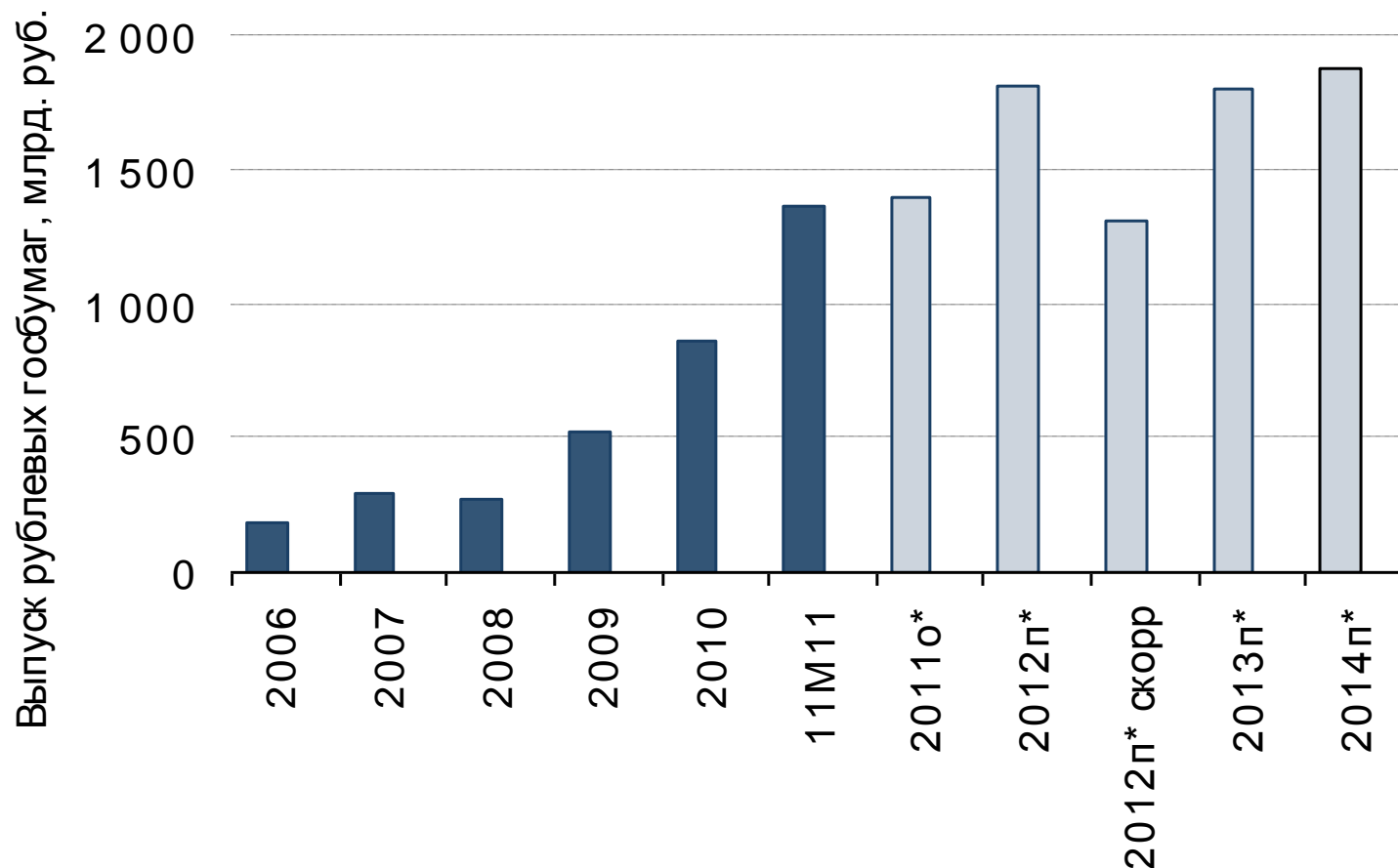
Источник: Тройка Диалог

Кривая доходности ОФЗ



Источник: Тройка Диалог

# У Минфина амбициозные планы заимствований на 2012–14 годы



Источник: Минфин, Тройка Диалог



# Допуск иностранцев на рынок

## Ключевые события

- 17 ноября 2011: Госдума одобрила Закон “О Центральном депозитарии”
- 29 ноября 2011: Совет Федерации одобрил Закон “О Центральном депозитарии”
- 1 января 2012: Закон “О Центральном депозитарии” вступит в силу
- 1 марта 2012: Запланирован перевод торговли госбумагами на ФБ ММВБ
- 1П12: Создание Центрального депозитария
- 2П12: Иностранные клиринговые системы смогут открывать счета номинального держателя в Центральном депозитарии

# Особенности локального рынка облигаций

## Достоинства

Больше эмитентов, чем на рынке еврооблигаций

Часть высококачественных эмитентов представлена только на внутреннем рынке

Есть полноценная кривая доходности госбумаг

Высокая активность первичного рынка

## Недостатки

Проспекты большинства бумаг не содержат ковенант

Облигации выпущены по российскому законодательству, которое не очень хорошо защищает права инвесторов

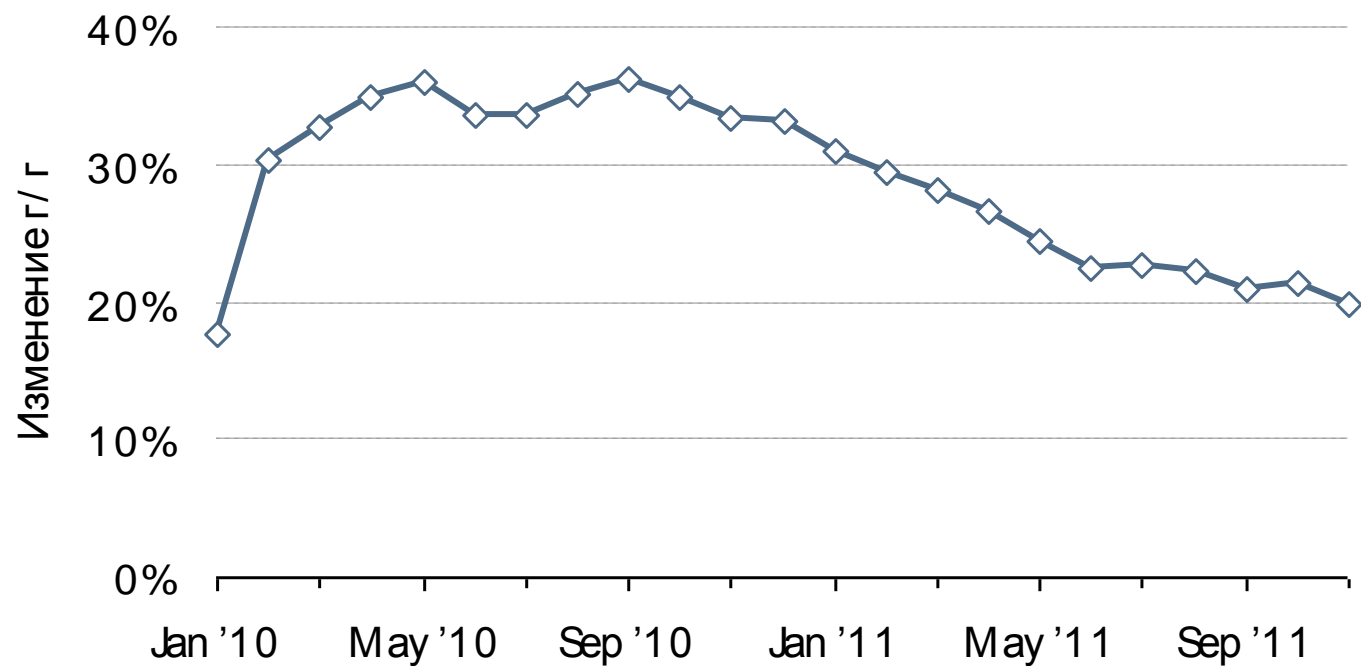
Многие выпуски не имеют кредитных рейтингов

Кредитные спреды уже, чем на рынке еврооблигаций

# Как изменится рынок рублевых облигаций?

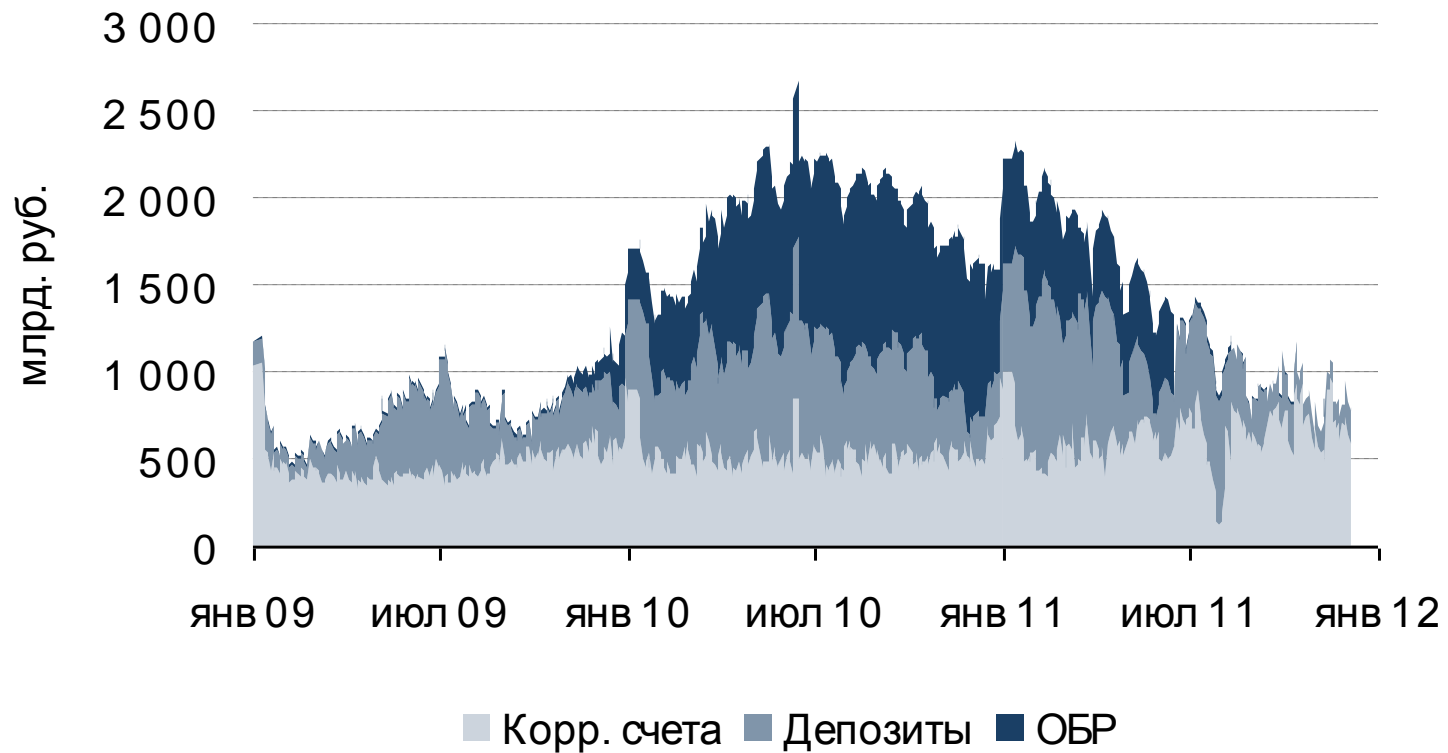
- Зависимость от внешних факторов усилится по мере роста доли иностранных инвесторов на рынке.
- Больше внимания фундаментальным факторам. Для иностранных инвесторов главный фактор привлекательности рынка облигаций в той или иной локальной валюте – макроэкономическая ситуация.
- Широкие возможности для первоклассных заемщиков. Потенциальный приток средств иностранных заемщиков может существенно расширить круг инвесторов, что должно позволить заемщикам из первого эшелона привлекать деньги на более выгодных условиях.
- Проблема “горячих денег”. В случае ухудшения экономической ситуации в России иностранные инвесторы могут начать быстро выводить свои деньги, что, судя по всему, станет дополнительным источником нестабильности.
- Меньший объем выпуска рублевых еврооблигаций. Если проект допуска иностранцев на локальный рынок будет успешно реализован, то у эмитентов станет меньше оснований для заимствований на международном рынке капитала в рублях.

# Темпы роста М2 заметно снизились



Источник: ЦБ РФ

# Ликвидность заметно ухудшилась



Источник: ЦБ РФ

# Прогнозы на 2012 год

- Мы полагаем, что ситуация с **ликвидностью** останется непростой. При этом спрос на рефинансирование в ЦБ РФ, скорее всего, будет по-прежнему высоким.
- Мы полагаем, что ЦБ РФ продолжит улучшать механизм рефинансирования банковской системы. Высоки шансы дальнейшего **понижения процентных ставок**.
- Минфин, по всей видимости, будет совершенствовать инфраструктуру рынка. При этом правительству предстоит решить вопрос об **использовании профицита бюджета 2011 года**.
- Мы ожидаем, что объем первичного рынка корпоративных облигаций составит **600–800 млрд. руб.**, а сегмента еврооблигаций – \$20–25 млрд.
- **Доля нерезидентов** на рынке рублевых облигаций к концу 2012 года может достичь **10–15%**. При этом процентные ставки могут снизиться на 50–75 б. п.



# ФОРУМ **РОССИЯ** 2012

30 ЯНВАРЯ - 3 ФЕВРАЛЯ | МОСКВА | [www.therussiaforum.ru](http://www.therussiaforum.ru)

## Руководство компании

Председатель совета директоров  
Тройки Диалог

Рубен Варданян

Главный экономист  
Управляющий директор

Евгений Гавриленков

### Аналитическое управление

(495) 258 05 11

#### Начальник управления

Паоло Занибони (495) 787 23 81

#### Стратегия

Главный аналитик Крис Уифер (495) 933 98 86

#### Нефть и газ

Старший аналитик Олег Максимов (495) 933 98 30

Старший аналитик Алекс Фэк (495) 933 98 29

Аналитик Валерий Нестеров (495) 933 98 32

#### Электроэнергетика

Старший аналитик Александр Котиков (495) 933 98 41

Младший аналитик Андрей Труфанов (495) 933 98 31

#### Телекоммуникации, ИТ и медиа

Аналитик Анна Лепетухина (495) 933 98 35

Младший аналитик Яна Кузнецова (495) 933 98 34

#### Металлургия, химическая промышленность

Старший аналитик Михаил Стискин (495) 933 98 39

Аналитик Ирина Лапшина (495) 933 98 52

Аналитик Антон Румянцев (495) 933 98 40

Младший аналитик Александр Левинский (495) 258 05 11

#### Машиностроение, компании малой и средней капитализации

Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51

Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Младший аналитик Иван Беляев (495) 933 98 53

#### Финансовый сектор

Старший аналитик Эндрю Кили +44 (20) 7936 0439

#### Потребительский сектор

Старший аналитик Михаил Красноперов (495) 933 98 38

Аналитик Георгий Тараканов (495) 933 98 59

Младший аналитик Артур Галимов (495) 933 98 33

Младший аналитик Мария Суханова (495) 933 9856

#### Недвижимость

Старший аналитик Юлия Гордеева, CFA (495) 933 98 46

Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

#### Транспорт

Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51

Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

#### Анализ рынка

Аналитик Надежда Киреева (495) 933 98 55

#### Экономика

Старший экономист Антон Струченевский (495) 933 98 43

Младший экономист Сергей Коньгин (495) 933 98 48

#### Долговые бумаги

Руководитель группы Александр Кудрин (495) 933 98 47

Старший аналитик Алексей Булгаков (495) 933 98 66

Аналитик Екатерина Сидорова, CFA (495) 933 98 49

Аналитик Сергей Гончаров (495) 933 98 54

Младший аналитик Николай Минко (495) 933 98 57

#### Украина

Старший аналитик Роман Захаров +38 (044) 207 37 80

Экономист Ирина Пионтковская

Старший аналитик Евгений Гребенюк

Старший аналитик Иван Харчук

Старший аналитик Сергей Невмержицкий

Аналитик Александр Цепенда

Аналитик Мария Репко

#### Казахстан

Аналитик Заурбек Жунисов

Аналитик Айнур Медеубаева



**Тройка** Диалог



Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащиеся здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.

© TROIKA DIALOG 2011