

29 мая 2008 г.



Охота к перемене мест: смена отраслевых приоритетов на фондовом рынке

Александр Головцов, CFA

Начальник Управления Аналитических Исследований

gol_av@uralsib.ru

Константин Квашнин

Руководитель Дирекции Анализа Долговых Обязательств

KvashninKD@uralsib.ru

Дмитрий Михайлов, CFA

Главный аналитик

MikhailovDV@uralsib.ru

+ 7 495 785 1212

Содержание:

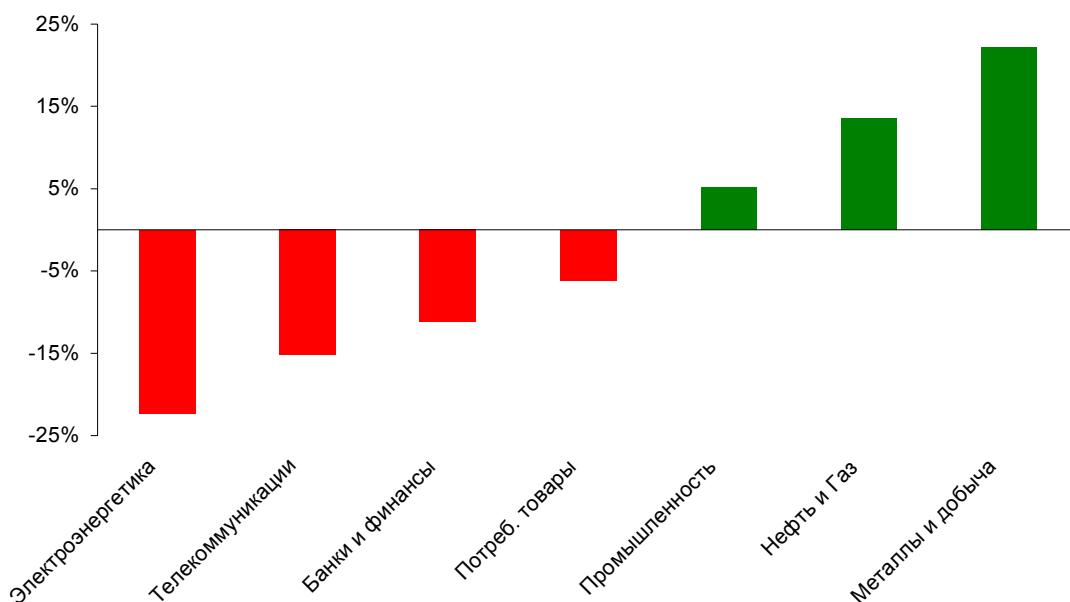
1.	Ключевые положения.....	3
2.	Рынок акций: хорошие времена возвращаются	4
3.	Рынок облигаций: светлая полоса перед новым спадом	11
4.	Валютный рынок: затяжной разворот	14

1. Ключевые положения

После длительной стагнации российские акции всё-таки начинают приносить реальный доход. Стремительное удорожание нефти и чёрных металлов стимулируют серьёзный спрос на акции сырьевых компаний. С благополучной передачей президентских полномочий заметно улучшилась и оценка политических рисков России со стороны управляющих глобальными фондами. За два с небольшим месяца индекс РТС взлетел уже на 20%, в основном, именно за счёт нефтегазового и металлургического секторов. Даже после этого роста на рынке остаётся много привлекательных возможностей. Однако лидеры среди отраслей во второй половине года могут поменяться: из-за коррекции цен на сырьё более привлекательными, вероятно, станут сектора, ориентированные на внутренний спрос.

Сырьевой ажиотаж уступает место внутреннему спросу

Рисунок 1: Средние изменения котировок акций по отраслям с начала года: сырьё пока «на коне»



Всё более серьёзным побочным эффектом сырьевого бума становится высокая инфляция. Для сдерживания роста потребительских цен Банку России приходится повышать процентные ставки. Приток иностранного капитала на ожиданиях укрепления рубля может некоторое время поддерживать облигационный рынок. Тем не менее, в перспективе до конца года котировки долгосрочных обязательств рискуют оказаться под серьёзным давлением. Тем более, что потенциал первичного предложения достигает 300 млрд. рублей. С другой стороны, в сегменте облигаций «второго эшелона» остаётся широкий выбор качественных краткосрочных выпусков с доходностью заметно выше 10% годовых.

Кратковременный рост котировок облигаций может смениться новым спадом

Пока ажиотаж вокруг сырьевых отраслей ещё сохраняется, как раз самое время задуматься о реструктуризации вложений в пользу секторов, ориентированных на внутренний спрос. С развитием нисходящей коррекции сырьевых рынков, фонды акций «второго эшелона», а также отраслевые фонды телекоммуникаций, энергетики и других «защитных» отраслей должны обгонять портфели, сфокусированные на «голубых фишках». В такой ситуации может, наконец, раскрыться потенциал недооценённых бумаг, сосредоточенных в портфеле ЛУКойл Фонда Перспективных Вложений. В частности, уже сейчас заметно активное восстановление спроса в энергетическом секторе, где у данного фонда самые крупные позиции. Наиболее осторожным инвесторам с высокими требованиями к промежуточной ликвидности хорошую защиту от инфляции всё так же сможет обеспечить ЛУКойл Фонд Консервативный.

Ажиотаж вокруг нефти и металлов – удобное время для перехода во «внутренние» сектора

2. Рынок акций: хорошие времена возвращаются

После резкой осенней коррекции и аномально слабого первого квартала жизнь на фондовом рынке, похоже, налаживается. При всех глобальных проблемах с рискованными кредитами, «накачка» финансовой системы ликвидностью со стороны ключевых Центробанков оказалась настолько мощной, что теперь инвесторы больше переживают о взлёте инфляции, чем о кредитном или экономическом кризисе. Однако со временем экономические проблемы развитых стран всерьёз напомнят о себе, и развивающимся рынкам придётся обратиться к внутренним источникам роста: потребительскому спросу и инфраструктурным инвестициям.

Сегодня – внешняя ликвидность, завтра – внутренний спрос

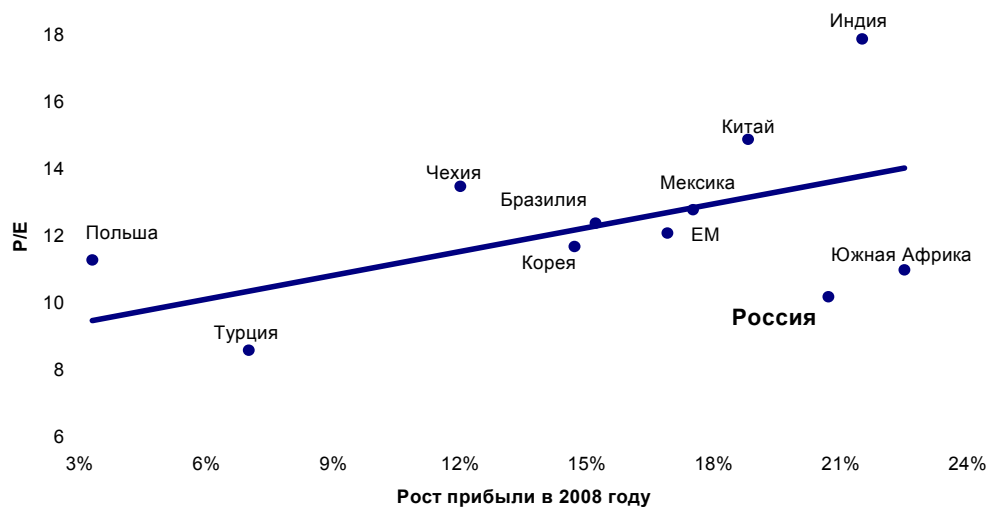
Рисунок 2: Экономический спад, инфляция, или всё вместе: ключевые индикаторы по США



Несмотря на сильный рост котировок с середины марта, большинство российских акций по-прежнему оценены довольно дешево. Среднее соотношение капитализации эмитентов к их прибыли – одно из самых низких на развивающихся рынках. При этом по ожидаемым темпам роста прибыли российские компании слегка уступают лишь индийским и южноафриканским. Стоит учесть, что и кредитоспособность России гораздо выше среднего уровня по emerging markets, - мы одна из немногих стран с превышением валютных резервов над внешним долгом и с большим бюджетным профицитом. Соответственно, даже при сопоставимых темпах роста прибыли отечественные акции заслуживали бы премии по P/E. Чтобы достичь справедливого уровня сравнительной оценки по данному коэффициенту, наш фондовый рынок должен вырасти на 30-40% - при условии, что котировки зарубежных аналогов останутся прежними.

Акции всё ещё дешёвы, фундаментальный потенциал роста – 30-40%

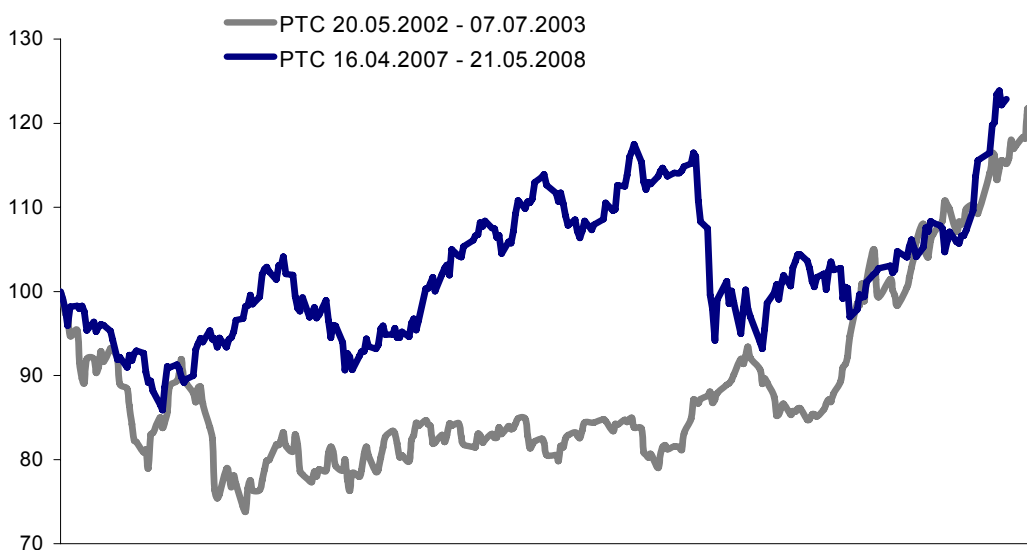
Рисунок 3: Сравнительная оценка развивающихся рынков акций



С точки зрения исторической статистики, индекс РТС уже практически исчерпал потенциал «отскока» после резкой коррекции в 1-м квартале. Рост индикатора от январского и мартовского «дна» превышает 25%, тогда как в среднем такой «отскок» обычно составляет 32,5%. Тем не менее, рекордный рост цен на нефть и налоговые послабления вполне могут оправдать и более сильное, чем обычно, восстановление рынка. Относительно схожая ситуация наблюдалась весной 2003 года. Почти год с мая 2002-го до конца марта 2003 года индекс колебался без определённого тренда, но с началом фазы активного роста за три с небольшим месяца взлетел на 45%. В нынешнем случае рынок за время длительного застоя также накопил большой потенциал, и сопоставление с ситуацией пятилетней давности позволяет допустить выход индекса в район 2 800 пунктов, т.е. рост ещё почти на 15% в течение пары месяцев.

Историческая статистика поддерживает продолжение роста котировок после коррекции

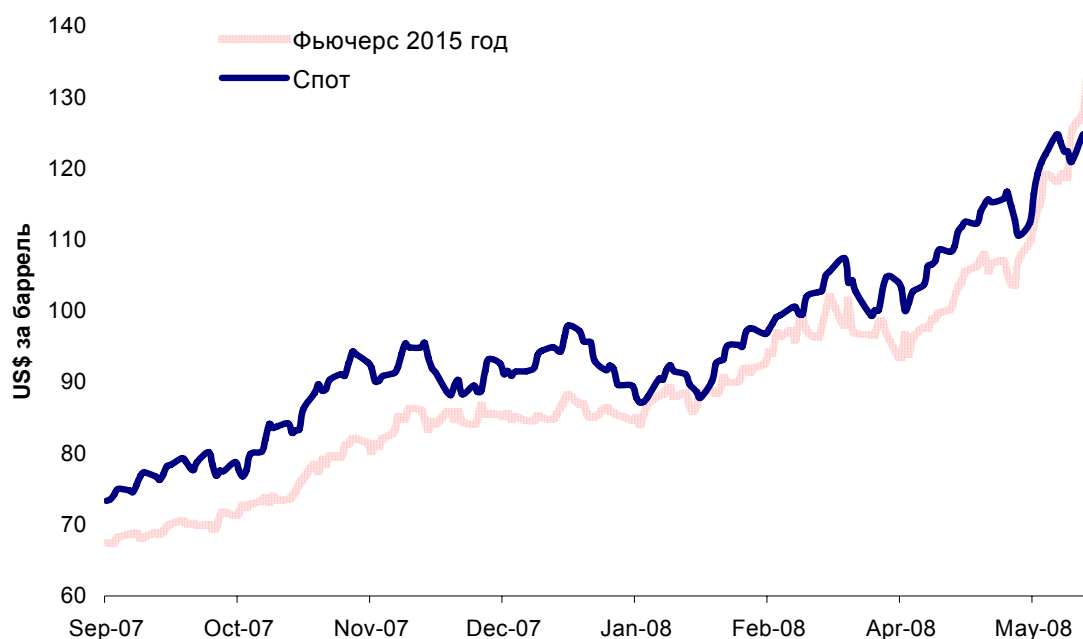
Рисунок 4: Разбег перед взлётом: длительная стагнация как предпосылка ускоренного роста рынка



Несмотря на некоторое замедление роста мировой экономики, спрос на нефть остаётся удивительно устойчивым, даже при нынешних рекордных ценах. С другой стороны, стремительное повышение расходов и умножение технических трудностей при разработке новых месторождений усугубляют опасения дефицита углеводородов в долгосрочной перспективе. В результате с начала года динамика стоимости семилетних фьючерсов на нефть заметно обгоняет спотовый рынок. Именно от долгосрочных прогнозов по ценам реализации в наибольшей степени зависит оценка акций нефтегазовых компаний.

**Нефтяной
обретает
долгосрочный
характер бум**

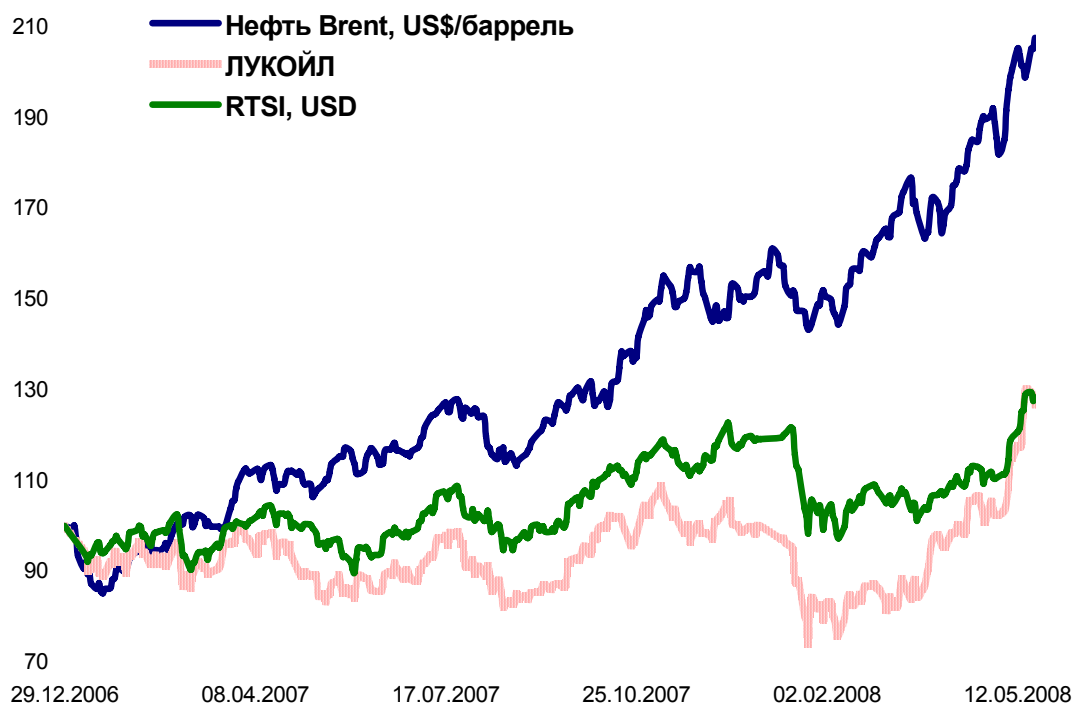
Рисунок 5: Динамика спотовых цен и долгосрочных фьючерсов на нефть смеси Brent



Международные инвестбанки уже повысили прогнозы цен на 2009-2010 гг., но их более долгосрочные предположения о стоимости «чёрного золота» пока ещё сильно отстают от фьючерсных котировок. Очень вероятно, что в ближайшее время увеличение долгосрочных прогнозов стоимости топлива продолжится, что повлечёт за собой и значительные позитивные изменения в оценке справедливой стоимости акций нефтегазового сектора. Между тем, даже после весеннего «ралли» котировки российских акций всё ещё сильно отстают от динамики цен на нефть. Это позволяет предположить, что рост их котировок продолжится, особенно в нефтегазовом секторе. Дополнительный позитивный импульс обеспечат налоговые послабления для отрасли, над которыми активно работает Правительство.

**Котировкам акций
ещё предстоит
догнать
взлетевшие цены
на сырьё**

Рисунок 6: Сравнительная динамика фондового и нефтяного рынков



Что же может омрачить эту радужную картину? Во-первых, новая волна экономического спада и/или кредитного кризиса в развитых странах. Нынешней весной инвесторы глубоко прониклись оптимизмом по поводу восстановления темпов роста американской экономики. Между тем, большое избыточное предложение толкает ещё дальше вниз цены на недвижимость, а долговая нагрузка на потребителей по-прежнему близка к рекордному уровню. Очень вероятно, что позитивный эффект от налоговых возмещений в мае-июле окажется кратковременным, как это уже было в 2001 году. Взлёт цен на топливо оказывает дополнительное давление на слабеющий потребительский спрос. С определённого момента в 3-м квартале экономический спад может возобновиться, сопровождаясь и сокращением спроса на нефть. Экономика Еврозоны серьёзно замедляет рост уже сейчас, в отсутствие стимулирующих мер, аналогичных американским налоговым возмещениям. В свою очередь, проблемы в экономике угрожают спровоцировать новое расширение кредитных спредов, что чревато дополнительными убытками в финансовом секторе.

Новое обострение экономического кризиса на Западе – фактор риска для российского рынка

Рисунок 7: Слабый потребитель – слабая экономика: избранные макроиндикаторы по США



На самом деле, уже сегодня удорожание нефти наталкивается на препятствия в виде ограничений платёжеспособного спроса. В странах Азии ширятся народные волнения, спровоцированные ростом цен на бензин. Американцы, впервые с 1979, сокращают объём поездок на автомобилях. Иран был вынужден поставить 12 танкеров «на прикол» в Персидском заливе из-за физического отсутствия покупателей по рекордным ценам. При ожидаемом продолжении сырьевого бума на несколько лет вперёд, значительная нисходящая коррекция нефтяного рынка в ближайшие несколько месяцев была бы вполне естественной и логичной.

Во-вторых, - инфляционный «перегрев» российской экономики. После восьми лет бурного роста экономика России столкнулась с резким удорожанием сырья и продовольствия, а также с инфраструктурными ограничениями. На этом фоне увеличение бюджетных расходов, сверхмягкая денежная политика Центробанка и бурный приток экспортной выручки неминуемо ведут к ускоренному росту цен на большинство товаров и услуг в России. Из-за кредитного кризиса на Западе российским корпорациям стало гораздо сложнее привлечь «длинные» деньги, чтобы финансировать расширение производственных мощностей. В результате предложение товаров всё сильнее отстаёт от внутреннего спроса. Между тем, сокращение бюджетных расходов проблематично по политическим соображениям, а укрепление рубля грозит подорвать конкурентоспособность отечественной промышленности, и без того страдающей от дефицита долгосрочного капитала. В этих условиях Центробанк пытается ужесточать денежную политику, но вынужден делать это очень осторожно, чтобы не спровоцировать проблемы с ликвидностью в банковской системе, пострадавшей от западного кредитного кризиса. В результате реальные процентные ставки остаются гораздо ниже нуля, продолжая стимулировать инфляцию. Высокая инфляция обесценивает прибыль эмитентов и ограничивает склонность населения к сбережениям, реальная доходность по которым оказывается отрицательной. Последний фактор в конечном счёте приводит к замедлению экономического роста, поскольку сбережения являются важным источником инвестиций в основной капитал. Инфляция – это и прямой ущерб для рентабельности многих эмитентов, несущих дополнительные расходы на сырьё и персонал. Скорее всего, коррекция мировых цен на продовольствие и циклическое замедление роста денежной массы с течением времени всё-таки ослабят инфляционное давление. Однако до этого высокая инфляция ещё может повредить экономике и рынкам. К тому же, сохраняется риск её временного выхода из-под контроля – например, из-за резких скачков цен на нефть или плохого урожая.

В краткосрочной перспективе вероятно коррекция на нефтяном рынке

Бурный рост инфляции угрожает затормозить экономику и фондовый рынок

Инфляция обесценивает прибыль эмитентов и сбережения населения

Циклическое снижение инфляции – ближе к концу года

Рисунок 8: Борьба с инфляцией требует ужесточения денежной политики



Наконец, фактор самого непосредственного влияния на рынок – первичное предложение. В первой половине 2007 года именно оно воспрепятствовало росту котировок российских акций вместе с другими мировыми рынками. За тем шквалом размещений акций последовала почти годовая пауза, во время которой новые эмиссии выходили на рынок лишь эпизодически (не считая электроэнергетики, где игра идёт со стратегическими инвесторами). Однако уже с июля объём размещений начнёт резко расти, а до конца года может достичь 30 млрд. долларов. Это вполне сопоставимо с показателем за январь-июнь прошлого года, и негативное влияние такого предложения на рынок может быть весьма ощутимым. Наиболее уязвимой отраслью для данного фактора выглядит металлургия, где потенциал суммарного предложения достигает US\$20 млрд. С другой стороны, в нефтегазовом секторе новых размещений практически нет. Скорее всего, первичное предложение сдержит рост индекса РТС выше отметки 2 800 пунктов, препятствуя развитию предновогоднего «ралли» после коррекции в конце 3-го – начале 4-го квартала. Именно на последнюю четверть года запланированы самые крупные IPO.

Первичное предложение вновь набирает силу после паузы

Большой объём размещений затруднит рост рынка в конце года

Рисунок 9: Динамика объёма размещений (без учёта энергетики), млрд. долларов США



Вместе или по отдельности, перечисленные факторы способны спровоцировать существенную нисходящую коррекцию рынка к концу 3-го квартала и затормозить рост котировок в последней четверти года. Тем не менее, за счёт сохраняющегося фундаментального потенциала и грамотного выбора секторов к Новому Году вполне реально заработать ещё 20-25%. По сумме факторов наиболее привлекательно выглядят нефтегазовый сектор, а также потребительский, телекоммуникации, машиностроение и транспорт. При этом основная часть потенциала акций нефтяных и газовых компаний, вероятно, реализуется в ближайшие пару месяцев, тогда как остальные из упомянутых отраслей, напротив, должны захватить лидерство примерно к концу лета. После июльских распродаж, вызванных завершением реорганизации РАО ЕЭС, в 3-м квартале очень привлекательным может стать энергетический сектор. Пока же вложения в акции этой отрасли сопряжены с большим риском. Финансовый сектор, вероятно, останется под давлением негативных новостей с Запада вплоть до самого конца года. Металлургия теряет привлекательность уже сейчас, из-за избыточного предложения цветных металлов и повышения фискальной нагрузки на производителей стальной продукции и сырья для неё. Таким образом, в ближайшие два месяца имеет смысл сконцентрироваться на ПИФах нефтегазового сектора, с постепенным переводом капитала в фонды телекоммуникаций и электроэнергетики.

Несмотря на возможную коррекцию, рынок акций сохраняет хороший потенциал

Конец лета – время ориентироваться на внутренний спрос

Таблица 1: Факторный анализ привлекательности отраслей на рынке акций

Сектор	Сравнительная оценка	Оценка по DCF	Динамика прибыли	Консенсус инвестбанков	Вес в портфелях	IPO/Buyouts	Momentum	Общая оценка
Нефть	=	+	=	-	-	+	++	+
Газ	=	+	++	-	-	+	+	+
Чёрная металлургия	=	+	+	-	=	--	+	=
Цветная металлургия	++	-	--	=	+	-	-	-
Энергетика	--	+	++	+	++	-	--	=
Мобильная связь	+	=	+	-	-	=	-	=
Проводная связь	=	++	=	=	=	+	-	+
Финансы	--	+	+	-	=	-	-	-
Потребительский сектор	-	+	++	+	=	-	=	+
Машиностроение	=	+	=	+	=	=	=	+
Транспорт	+	=	=	+	+	=	-	+

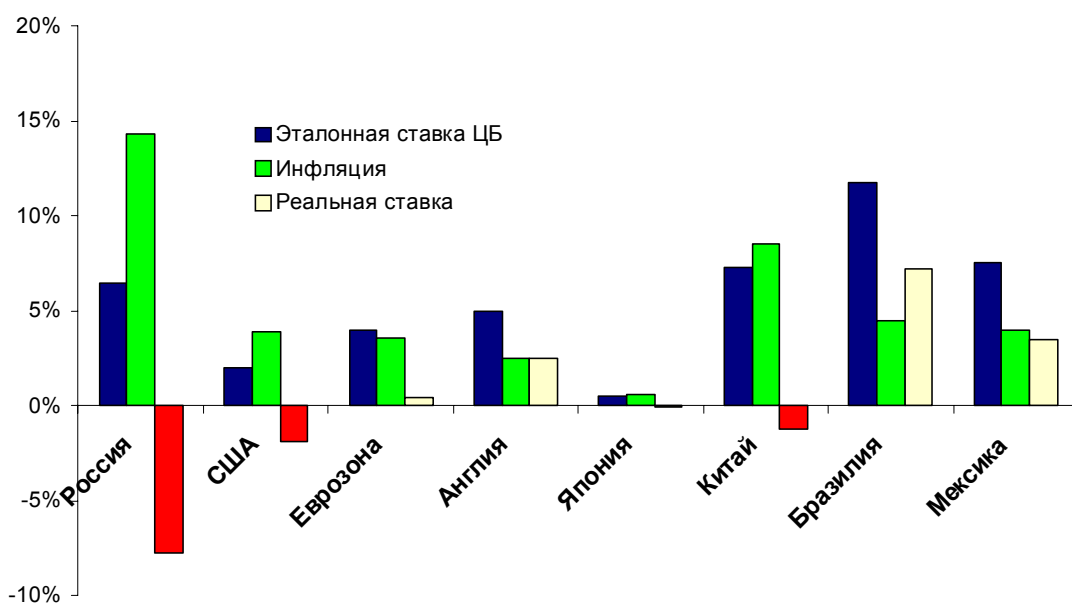
3. Рынок облигаций: светлая полоса перед новым спадом

Внутренний долговой рынок РФ отличается самыми низкими реальными ставками в мире. При нынешнем уровне инфляции вопрос остаётся только в том, насколько быстро эти ставки будут расти. При относительно мягкой бюджетной политике Центробанк вынужден бороться с угрожающе растущей инфляцией путём повышения процентных ставок. Ожидаемое продолжение сырьевого бума на мировых рынках и отсутствие планов по сокращению бюджетных расходов обуславливают сохранение инфляционного давления, как минимум, до конца 2008 года. Мы ожидаем, что в текущем году Банк России повысит ставку репо и другие эталонные ставки ещё на 50-75 базисных пунктов.

*Реальные ставки
нереально низки*

*Повышение
обречено на
продолжение*

Рисунок 10: Дешевле не бывает: стоимость краткосрочного рефинансирования в Центробанках различных стран



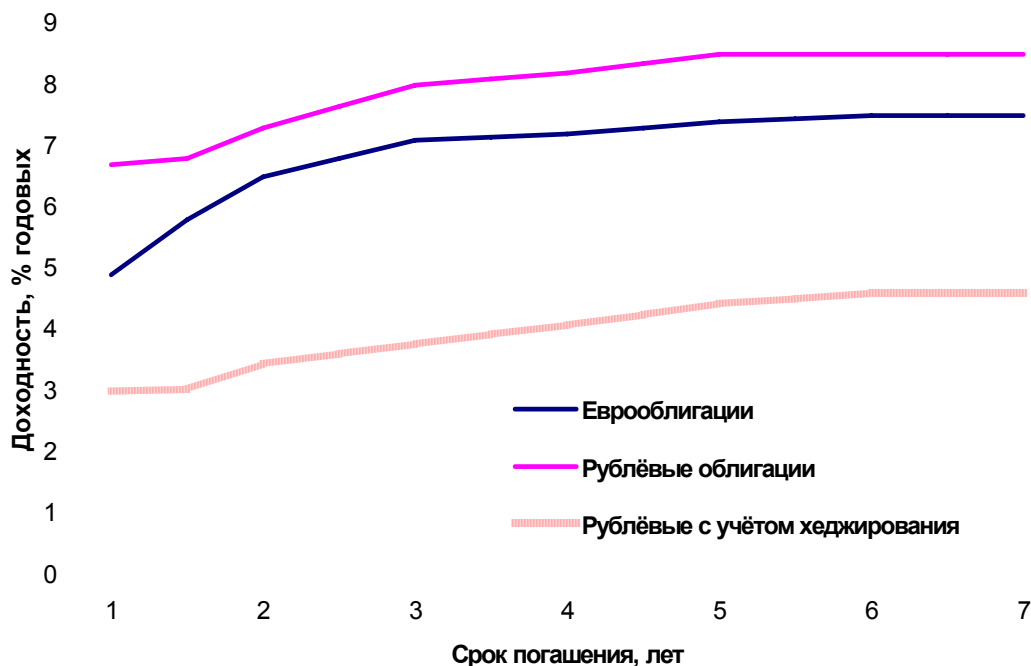
Удорожание кредита станет «холодным душем» для экономики, которая и так начинает страдать от дефицита долгосрочного финансирования и нехватки инфраструктуры. Мы ожидаем постепенного замедления темпов роста ВВП с текущих 8% до 6,5% к середине 2009 года. С некоторым лагом данное замедление приведёт и к сокращению спроса на заёмные средства со стороны реального сектора, тем более, что эти средства существенно подорожают. По окончании сырьевого бума инфляционное давление должно ослабевать, и у Центробанка, вероятно, вновь появится возможность снижать ставки. Однако вряд ли благоприятная ситуация для этого сложится раньше середины 2009 года. В таких условиях имеет смысл избегать крупных стратегических вложений в долгосрочные рублёвые облигации.

*Со временем рост
ставок сократит
спрос на кредиты,
но пока
долгосрочные
облигации опасны*

Стоимость рублёвых заимствований традиционно определялась двумя основными факторами: ставками по валютным займам с учётом стоимости хеджирования и эталонными ставками Банка России. С осени прошлого года первый фактор является выражено негативным для всех рублёвых выпусков, кроме самых «коротких». За вычетом стоимости хеджирования доходность большинства рублёвых облигаций оказывается на 3-4 процентных пункта ниже, чем у долларовых. Это не позволяет ожидать серьёзного спроса на рублёвые долги со стороны иностранных инвесторов в долгосрочной перспективе.

*Рублёвые долги
проигрывают
валютным при
учёте
хеджирования*

Рисунок 11: Сравнение ставок по высококачественным рублёвым и валютным облигациям



В таких условиях именно стоимость фондирования в Банке России остаётся определяющим фактором для конъюнктуры внутреннего долгового рынка. И как раз эта стоимость в ближайшие 6-9 месяцев наверняка продолжит увеличиваться. Мы ожидаем, что в 2008 году Центробанк повысит ставку репо ещё на 50-75 базисных пунктов. Это в первую очередь отразится на самых ликвидных и долгосрочных облигациях крупнейших эмитентов, входящих в ломбардный список ЦБ. Стоимость долга для менее видных заёмщиков в целом также вырастет, но будет сильнее зависеть от индивидуальных особенностей каждого эмитента. Возобновление снижения ставок возможно со второй половины 2009 года, однако его размер будет зависеть от притока ликвидности и от интенсивности первичного предложения.

Удорожание фондирования в ЦБ стимулирует дальнейший рост ставок на всём рынке

В то же время, ряд технических факторов могут обеспечить серьёзную поддержку рынку на ближайшие 2-3 месяца. Во-первых, разгон инфляции провоцирует усиление краткосрочных ожиданий по укреплению рубля среди иностранных инвесторов. По предварительным оценкам, в апреле спекулянты уже завели в Россию порядка 20 млрд. долларов. Хотя эти деньги и не попадают напрямую на рынок облигаций, они повышают общий уровень ликвидности в финансовой системе и аппетит российских банков к рискованным вложениям. Во-вторых, с третьего квартала вероятно определённая активизация размещения средств государственных фондов. Их совокупный объём может составить порядка 200 млрд. рублей, что весьма чувствительно для рынка, реальный объём которого едва превышает триллион. Два этих фактора вполне могут добавить 3-4 процентных пункта к текущей годовой доходности облигаций «первого эшелона» и даже придать некоторый дополнительный импульс менее ликвидным бумагам. В результате общая доходность усреднённого портфеля корпоративных облигаций за квартал, предположительно, достигнет 15% годовых, что весьма неплохо для консервативных инвестиций.

Спекулятивные ставки на укрепление рубля и приток денег от госфондов поддержат рынок в середине года

Глобальный кредитный кризис сильно сократил возможности внешнего финансирования для российских корпораций. В результате они стали предъявлять повышенный спрос на кредиты внутри России. Однако российские банки сами вынуждены отвлекать средства на обслуживание прежних иностранных займов. В условиях дефицита долгосрочного финансирования на внутреннем рынке банкам выгоднее и надёжнее кредитовать предприятия напрямую, нежели чем покупать их облигации. При резком сокращении присутствия иностранных инвесторов реальный спрос на новые размещения облигаций оказывается весьма скромным. В то же время, потенциал первичного предложения новых обязательств, исходя из потребности эмитентов в финансировании, может быть очень велик – порядка триллиона рублей в течение года. Большой объём первичного предложения может серьёзно затормозить снижения ставок по корпоративным облигациям в случае оживления спроса. Это заставляет нас сохранять стратегическую ориентацию на облигации со сроком погашения или оферты в пределах года. Покупка более «длинных» бумаг может представлять интерес лишь с тактической точки зрения на ближайший квартал.

Большое первичное предложение будет препятствовать серьёзному росту котировок

Краткосрочные облигации «второго эшелона» - оптимальный выбор

4. Валютный рынок: затяжной разворот

После отката на 9% в начале 2008 года курс доллара к евро с конца апреля подаёт признаки жизни. ФРС взяла паузу в смягчении денежной политики, и разрыв в процентных ставках между долларowymi и европейскими активами перестал расширяться. Тем не менее, этот разрыв по-прежнему складывается в пользу евро со значительным запасом. Более того, инфляция в Еврозоне гораздо выше приемлемого для Центробанка уровня, и руководители ЕЦБ проявляют склонность к повышению процентных ставок. В США же основной инфляционный индикатор ведёт себя вполне умеренно, и прогнозы ФРС склоняются, скорее, к новому понижению ставок после паузы. Тем не менее, инвесторам сейчас явно не хватает уверенности в дальнейшем развитии макроэкономической ситуации и действиях финансовых властей. Результатом этой неуверенности могут быть разнонаправленные колебания валютных курсов в течение 2-3 месяцев, аналогично тому, как это было в конце 2007 - начале 2008 г. За этими колебаниями, скорее всего, последует ещё одна волна снижения курса доллара. Реальный разворот тренда в сторону укрепления иностранной валюты вряд ли произойдёт раньше 4-го квартала, когда ФРС, возможно, действительно закончит понижать ставки, а европейский Центробанк созреет для смягчения денежной политики. До этого курс доллара к евро ещё может достичь уровня 1,65, хотя год, вероятно, закончит ближе к отметке 1,60.

Возрождение доллара – преждевременно

За короткой стабилизацией последует новая волна продаж

Разворот тенденции – не раньше конца года

Рисунок 12: Преимущество в процентных ставках по-прежнему у евро



Помимо относительной динамики процентных ставок и экономической активности, существенное влияние на изменение курсов валют оказывают инвестиционные потоки: финансирование сделок слияния/поглощения, прямые и портфельные инвестиции. Несмотря на относительный спад рынка слияний/поглощений по сравнению с рекордным 2007 годом, относительное влияние в разрезе валют, по-прежнему остается высоким. Благодаря полуторакратному обесценению американского фондового рынка относительно мирового за последние 7 лет существенно выросла привлекательность американских компаний как объектов для поглощения. Согласно объявленным сделкам по слияниям/поглощениям на 2008 г, американский рынок лидирует по объему нетто-притока, – 25 млрд. долларов; Евросоюз же на первом месте по чистому оттоку – US\$5 млрд. С другой стороны, по соотношению цена/прибыль европейские акции уже дешевле американских, так что структура потоков инвестиций в ближайшее время может претерпеть изменения в пользу евро.

Инвестиционные потоки поддержали доллар в начале года, но вскоре могут развернуться

Несмотря на ускорение инфляции по итогам первого квартала и очевидные риски сохранения высокой инфляции благодаря рекордным ценам на сырьевых рынках, Банк России продолжает держать курс рубля относительно корзины доллар-евро на прежнем уровне. Колебания номинального курса рубля относительно корзины на протяжении уже более чем двух лет не превышают 2%. Благодаря отрицательным процентным ставкам и опережающему темпу роста денежной массы, темпы роста цен могут вплотную приблизиться к 15%. Для обуздания разбушевавшейся инфляции требуются более кардинальные и быстродействующие меры, чем дополнительное повышение эталонных ставок на 50-75 базисных пунктов. Чем дольше откладывается ужесточение денежной политики в целом и рост курса национальной валюты в частности, тем сильнее придётся укреплять рубль и повышать ставки в будущем. Из-за промедления в борьбе с инфляцией возникают серьёзные риски замедления экономического роста в 2009 году. В краткосрочной перспективе накачка внешней ликвидностью поддерживает рынки акций и облигаций, однако к концу года инфляционный перегрев может обернуться серьёзным негативом. И очень странно, что Центробанк никак не соглашается укрепить рубль к корзине доллар-евро. В отличие от чисто монетарных мер, рост курса национальной валюты окажет немедленное и существенное влияние на инфляционные индикаторы. Мы по-прежнему ожидаем, что номинальное укрепление всё же состоится, как минимум, на 3% до конца 2008 года. Соответственно, курс рубля к доллару может приблизиться к отметке 22,5, а к евро – выйти на уровень 36,3-36,4. Таким образом, незахеджированные позиции в рублёвых облигациях принесут более высокий доход, чем по бумагам, номинированным в иностранных валютах.

Отказ от укрепления рубля чреват неконтролируемым взлётом инфляции

Мы ожидаем номинального роста к корзине, как минимум, на 3%

Рисунок 13: Курс рубля относительно корзины доллар-евро 2003-2008 гг.

