

Казначейские облигации США

Доходности сильно выросли

Мы были вынуждены сделать паузу в публикации нашего «Компаса» для выпуска полугодовой стратегии, и надеемся, что этот документ показался инвесторам небесполезным. Тем временем рынок Treasuries отыгрывал сначала ожидания, а потом саму новость о втором этапе количественного смягчения в США, в результате чего в ноябре–декабре доходности 10-летних нот Казначейства выросли с 2,5 до 3,5% годовых.

Это движение находится в полном соответствии с нашими прогнозами по той простой причине, что инфляционный выход представляется наименее катастрофичным и, соответственно, наименее затратным путем решения проблемы огромного государственного долга США. В таких условиях долгосрочные ставки неминуемо будут идти вверх, поскольку перспектива роста инфляции ставит кредиторов в невыгодное положение по сравнению с должниками. Мы уже много раз говорили, что наш прогноз по US10Y на конец 2011 г. находится на уровне 4,5%, при этом в трехлетней перспективе бенчмарк может сместиться в доходности к 7–8%.

Тем не менее, вполне вероятно, что в краткосрочной перспективе падение цен Treasuries может смениться консолидацией либо коррекцией, поскольку приближается рождественская неделя и Новый год, а во время низкой торговой активности вряд ли стоит ожидать устойчивости трендов. К тому же, если посмотреть на график справа, наклон кривой казначейских обязательств является сейчас самым сильным в истории США – премия в доходности 10-летних бондов к 2-летним нотам вплотную подобралась к 300 б.п.

Russia'30

Спред должен быть уже

Спред российского евробондового бенчмарка Russia'30 к US10Y составляет сейчас приблизительно 150 б.п., находясь на минимуме с мая текущего года, то есть с момента обострения европейского долгового кризиса.

С нашей точки зрения, суверенный долг РФ не должен торговаться с премией к риску стран, более нагруженных государственным долгом, таких как Турция, Бразилия и Мексика. В настоящий момент как долларские бонды, так и 5-летние CDS России котируются шире соответствующих инструментов названных эмитентов.

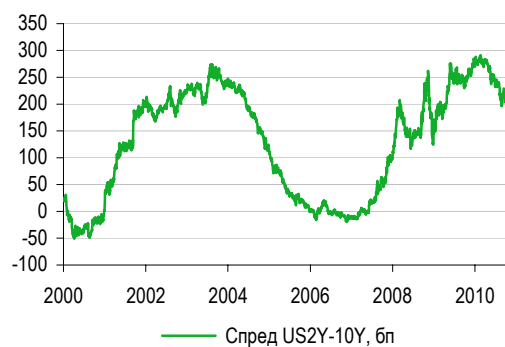
Как следствие, по итогам 2011 г. мы ожидаем возврата спреда Russia'30 к докризисному уровню 100 б.п., чему, к нашему сожалению, будет способствовать скорее не диверсификация экономики, а устойчиво высокие цены на нефть.

10-летние Treasuries



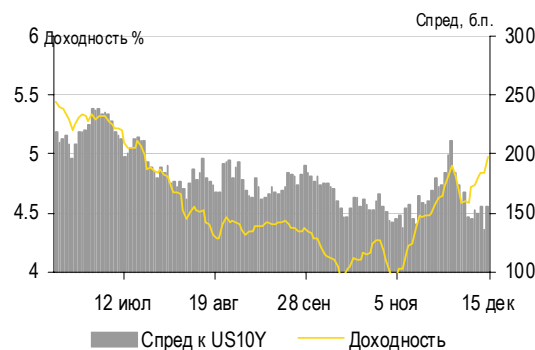
Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

Russia'30



Источник: Bloomberg

С точки же зрения цены длинный суверенный долг РФ остается довольно рискованным активом, поскольку никакое сокращение спреда не сможет компенсировать рост доходности US Treasuries, если, как мы ожидаем, US10Y будет торговаться под 4,5% годовых. Именно поэтому основным источником заработка в 2011 г. должен стать кредитный спред, то есть доход от принятия кредитного риска российских компаний и банков.

Обменный курс рубля

Вот, новый поворот

На волне роста цены на нефть, штурмовавшей в начале декабря отметку 90 долл./барр., вряд ли стоило ожидать дальнейшей слабости рубля, и действительно: национальная валюта, подвергшаяся в сентябре-ноябре нескольким результативным атакам продавцов, постепенно начала восстанавливать свои позиции относительно бивалютной корзины.

Если говорить чуть более подробно, то, как только выяснилось, что к концу года в РФ активизируется бегство капитала, причина временной слабости рубля стала очевидной. Нам кажется странным, что представители ЦБ выказывали удивление этим оттоком, поскольку в нашей стране традиционно присутствует «фоновый» поток капитала за границу, вызванный привычкой многих резидентов держать лишние денежные средства в офшорных структурах. В последние докризисные годы означенная тенденция маскировалась мощным притоком иностранного капитала, однако в 2010 г. этот источник отсутствовал. Мы уже приводили тезис, что с точки зрения посткризисного восстановления 2010 год эквивалентен 2000 году, когда, как мы помним, из РФ было вывезено как раз около 25 млрд долл., однако затем, по мере ускорения роста экономики, ситуация поменялась на диаметрально противоположную.

Если говорить о конкретных цифрах, наш прогноз баланса счета текущих операций на 2011 г. составляет около 55 млрд долл., что эквивалентно торговому балансу в объеме, превышающем 100 млрд долл. Что касается счета капитала, нам кажется, что усилия правительства по привлечению иностранных инвестиций дадут свой результат уже в следующем году, поэтому мы осторожно ожидаем нулевого оттока.

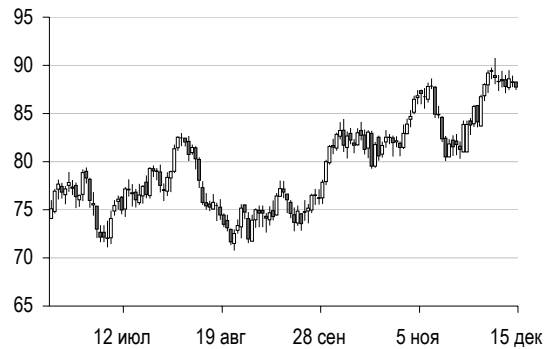
В целом наш взгляд на рубль остается умеренно позитивным – в базовом сценарии тренд постепенного укрепления рубля сохраняется в 2011–2012 гг., при этом вполне возможны варианты, при которых давление на рубль в сторону роста существенно возрастет.

Макроэкономика

Основной вопрос – инфляция

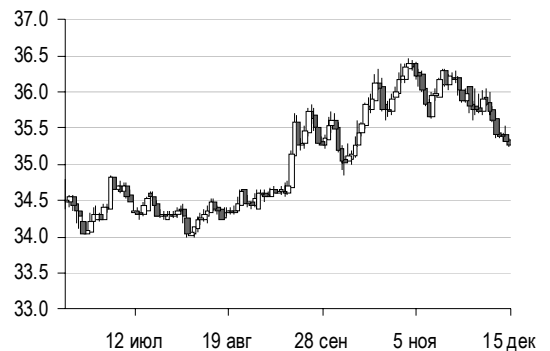
Рост цен за неделю с 7 по 13 декабря вновь составил 0,2%, в результате чего накопленная за год инфляция достигла 8,1%. Опубликованные вчера данные о росте индекса цен производителей за ноябрь также свидетельствуют в пользу большего ценового

Фьючерсы NYMEX, долл/б



Источник: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

давления – ИЦП вырос на 16% год к году по сравнению с 10,7% в октябре, однако в данном случае основной вклад внес непосредственный рост цен на нефть, являющейся в РФ продуктом промышленного производства.

Мы не склонны драматизировать ситуацию с ростом цен, поскольку, являясь частью глобальной экономики, Россия находится в рамках низкой мировой инфляции. С другой стороны, в отношении 2011 г. есть следующие конкретные основания, позволяющие прогнозировать рост инфляционного давления:

- 2011 год является предвыборным, что повышает вероятность увеличения социальных расходов;
- существуют предпосылки продолжения роста мировых цен на продовольствие, при этом продовольственные товары занимают в структуре потребительской корзины РФ значительно большую долю, чем в развитых странах;
- на фоне отмены размещения рублевого евробонда и ограниченной возможности наращивать продажу ОФЗ в конце 2010 – начале 2011 гг. может быть потрачен остаток резервного фонда, что приведет к росту денежной базы.

Указанные основания приводят нас к выводу, что инфляция в 2011 г. может оказаться выше, чем в 2010 г., и наш прогноз по росту индекса потребительских цен на следующий год составляет 9,5%.

Российский денежный рынок

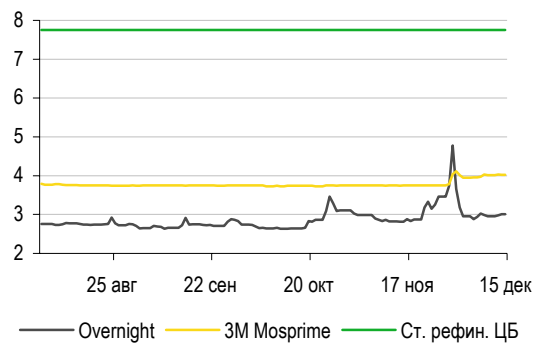
Ждем новогодних денег

Вчера в результате погашения ОБР объем остатков на корреспондентских счетах банков в ЦБ вырос более чем на 200 млрд руб., но в целом, как показано на графике справа, ситуация в последнее время характеризовалась пониженным уровнем банковской ликвидности. В нашем предыдущем «Компасе» мы писали, что основной причиной этого были покупки Банком России рублей на валютном рынке в целях поддержания курса национальной валюты, и теперь, когда необходимость в таких интервенциях отпала, ситуация со свободными средствами должна стабилизироваться.

Помимо этого, к концу декабря можно ожидать обыкновенного накопления ликвидности вследствие неизбежного устранения Минфином отставания в кассовом исполнении бюджетных расходов. Суммарный объем средств банков в ЦБ должен 31 декабря превысить 1,5 трлн руб., и эта подушка будет подпитывать денежный рынок в I квартале 2011 г. Это дает нам основания предположить, что в следующие несколько месяцев ставка овернайт не будет сильно уходить от однодневных депозитов ЦБ. Основной вопрос в том, какими будут эти ставки.

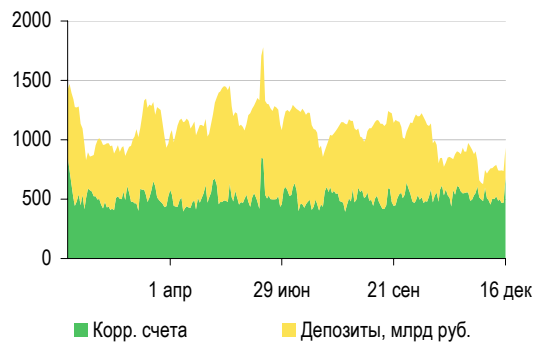
Здесь мы можем лишь отметить, что представители ЦБ уже несколько раз выражали беспокойство по поводу растущего инфляционного давления, и это беспокойство вполне может вылиться в некоторый рост ставки рефинансирования. С другой стороны, в РФ сейчас налицо недостаток роста ВВП, поэтому рост ставок не должен быть

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

рестриктивным для экономического развития. Мы предполагаем, что компромиссом может являться ставка рефинансирования на уровне порядка 9%, то есть на 125 б.п. выше сегодняшнего уровня. Это, скорее всего, поднимет ставку по однодневным депозитам до 3,5–3,75%, в результате чего овернайт в 2011 г. можно ожидать в диапазоне 2,5–4,5%. Имеется в виду, конечно, «нормальное» состояние денежного рынка, а не моменты налоговых платежей.

Долгосрочные рублевые ставки

Коррекция создает инвестиционные возможности

Как показано на графике справа, доходности большинства качественных рублевых облигаций выросли к сегодняшнему дню по сравнению с концом ноября на 50–75 б.п. Причин активных продаж две:

- на рынке ОФЗ участников испугало обещание Минфина разместить в декабре новых бумаг на 200 млрд руб., которое было дано вследствие отмены размещения рублевого евробонда.
- стало ясно, что ЦБ думает о начале повышения ставки рефинансирования.

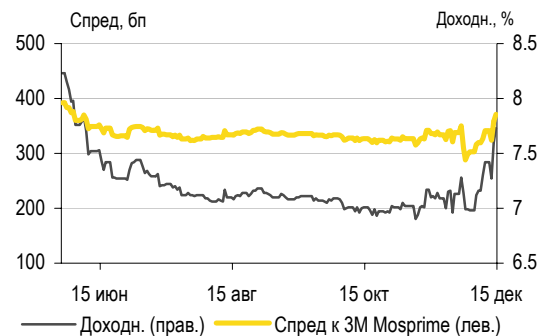
С нашей точки зрения, оба пункта (особенно первый) не представляют особой опасности для рынка. Даже если Минфину потребуются дополнительные деньги, у него остается вариант использования резервного фонда, объем которого на конец ноября составлял 40 млрд долл. Прошедшие, а точнее, отмененные в среду аукционы ОФЗ показали, что Минфин не стремится занимать по любой возможной цене. Если же заглянуть чуть дальше, ситуация выглядит лучше: декабрь закончится, и начнется новый год с новым бюджетом, дефицит которого по нашим ожиданиям будет отсутствовать, а по прогнозам Минфина будет меньше, чем в нынешнем году. Соответственно, предложение ОФЗ в 2011 г. окажется заметно сокращенным в сравнении с пиком 2010 г.

Что же касается ставки рефинансирования, мы уже неоднократно писали, что текущий уровень долгосрочных рублевых доходностей прекрасно существовал до кризиса на фоне заметно более высокой инфляции и более высокой ставки. Именно потому мы считаем, что, даже если ЦБ сделает небольшой шаг вверх (до 9%), это не должно в среднесрочной перспективе повредить доходностям рублевых облигаций. Тот же график справа показывает, что продажи последнего времени вновь увеличили наклон кривой – спред доходности Газпрома-11 к 3-месячной ставке Mosprime почти достиг майского пика в 400 б.п.

Поэтому мы предлагаем не бояться в корпоративном сегменте трехлетней дюрации, а в сегменте ОФЗ и пятилетних бумаг. Сильный наклон кривой означает, что сейчас редкий период, когда риск большой дюрации вознаграждается рынком дополнительной доходностью.

Наш прогноз по 5-летней точке на кривой ОФЗ на конец 2011 г. составляет 7% годовых.

Газпром-11



Источник: Bloomberg

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyann@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, 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 ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010