

Казначейские облигации США

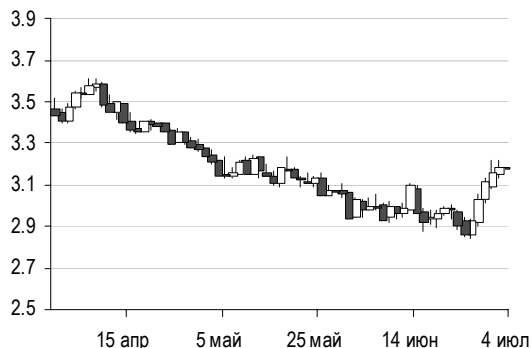
«Разрядка» в Греции повысила доходность

22 июня Комиссия ФРС США по операциям на открытом рынке приняла ожидавшееся всеми решение оставить процентные ставки на нынешнем уровне. Одновременно было сообщено, что выкуп Treasuries с рынка по программе второго этапа количественного смягчения будет в соответствии в плане прекращен к концу июня. Таким образом, третьего этапа смягчения пока не предвидится, однако ФРС остается покупателем Treasuries, поскольку намерена поддерживать их объем у себя неизменным, а для этого требуется до конца года направить на рынок порядка 300 млрд долл., которые будут получены от погашения имеющихся у ФРС облигаций Казначейства. Тем временем инфляция в Америке продолжает расти – в мае она достигла 1,5% год к году в сравнении с 1,3% в апреле, но пока остается ниже исторически средней, составляющей приблизительно 2%.

В конце июня парламент Греции внял убеждениям правительства и одобрил план сокращения бюджетных расходов, что открыло стране путь к получению до середины июля очередного пакета помощи ЕС/МВФ. Параллельно идет живое обсуждение возможной схемы реструктуризации греческих долгов, поскольку правительства стран еврозоны и, в первую очередь, Германии и Франции хотели бы, чтобы кредиторы разделили с ними бремя решения греческой долговой проблемы. Задача не является простой, поскольку реструктуризация с хотя бы частичными потерями для кредиторов грозит присвоением Греции дефолтного рейтинга, что вроде бы считается неприемлемым сценарием. С другой стороны, ключевой вопрос заключается в том, продолжит ли ЕЦБ при дефолтном рейтинге принимать греческие обязательства в качестве залога, а на это, как кажется, все же можно надеяться. При такой «мягкой» реструктуризации в очень странном положении могут оказаться покупатели защиты от дефолта Греции, поскольку они покупали CDS как раз в расчете на получение номинала при кредитном событии, а сам факт этого события основные игроки будут стараться не признавать. Эта неразбериха становится еще одним следствием сложившейся в глобальной экономике ситуации «too big to fail», приводящей к попыткам правительств всеми силами минимизировать возможный ущерб. Итогом такого подхода может стать глобальное неприятие кризисного сценария из-за страха потери текущего благосостояния, что в условиях сохраняющихся в мировой системе дисбалансов создаст предпосылки для гораздо больших будущих потрясений. Противопоставить указанному риску можно только ускоренную мировую интеграцию, однако на этом пути есть масса препятствий, тогда как большие объемы долга накоплены уже сейчас, и совсем не только в Греции.

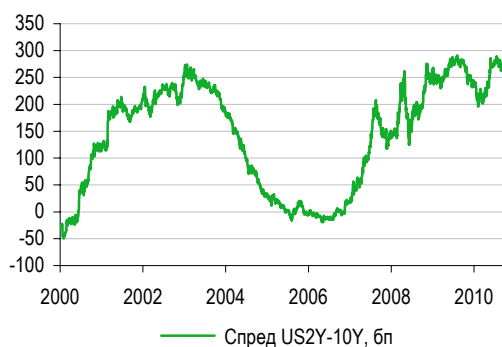
Некоторая разрядка долговой напряженности в Европе вызвала в последних числах июня заметный рост доходности 10-летних Treasuries, которая ранее отметила семимесячный минимум 2,85%. Сейчас US10Y торгуются на уровне 3,15%, и мы считаем, что

10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

предпосылки роста ставок на длинном конце долларовой кривой сохраняются. Среди них мы отмечаем постепенно разгоняющуюся инфляцию в США, сокращение объемов покупки Treasuries со стороны ФРС, а также перспективу переоценки инвесторами реального риска Treasuries на фоне постоянного роста долгового бремени американского правительства. Соответственно, наша цель по доходности US10Y на конец года остается прежней – 4,5%.

Russia'30

Выглядит дороговато

Спред Russia'30 к US10Y то расширяется, то сужается, следуя за ценой на нефть и событиями на рынке Treasuries, оставаясь при этом с начала года в диапазоне 120–160 б.п. В июне доходность бенчмарка практически не изменилась и составляет 4,4–4,45%, а его спред сократился на 20 б.п. до 125 б.п. Сейчас доходности Treasuries растут, а возможности для сжатия спреда у Russia'30 ограничены, поэтому мы советуем остерегаться большой дюрации в случае с длинными долларовыми еврооблигациями. Как мы уже не раз говорили, наша цель по спреду Russia'30 составляет 100 б.п. на конец года, что при ожидаемой доходности 10-летних Treasuries на уровне 4,5% дает 5,5-процентную доходность Russia'30, то есть на 110 б.п. выше, чем сейчас.

С другой стороны, премия CDS-спреда РФ (BBB/Baa1/BBB) к тем же показателям Бразилии (BBB-/Baa2/BBB) и Мексики (BBB/Baa1/BBB) составляет сейчас порядка 30 б.п., и, пока она сохраняется положительной, Россия выглядит недооцененной относительно своих аналогов из числа развивающихся рынков.

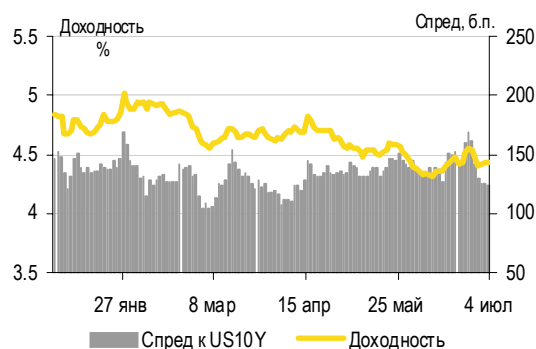
Макроэкономика

Торговый и фискальный балансы вселяют оптимизм

По итогам мая месячная инфляция составила 0,5% против 0,4% в апреле, а годовой темп роста цен остался на уровне 9,6%. Однако впереди осень с ее традиционными инфляционными рисками. Из-за высоких цен на нефть в I квартале сохраняется высокий годовой прирост индекс цен производителей: в мае индекс вырос на 19,2% год к году в сравнении с 20,2% месяцем ранее. Немного замедлился рост денежного предложения – по итогам мая агрегат M2 прибавил 22,6% год к году, тогда как в августе прошлого года темп его роста превысил 35%. Последний факт имеет своим естественным объяснением ужесточение денежной политики, предпринятое ЦБ. На этом фоне наш прогноз инфляции на 2011 год был косметически снижен с 9,6 до 9,3%.

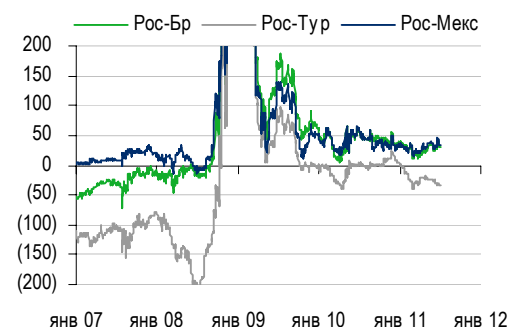
Из-за хорошей конъюнктуры сырьевых рынков торговый баланс нашей страны достиг в апреле 19,2 млрд долл., что является абсолютным максимумом месячного профицита за всю новейшую историю РФ. По итогам четырех месяцев текущего года накопленный торговый баланс составил 68,8 млрд долл. против 60,9 млрд за тот же период прошлого года, а за пять месяцев 2011 г. резервы ЦБ увеличились на 42 млрд долл. Наш новый экономический прогноз предполагает годовой торговый профицит в размере 185 млрд долл., то есть в среднем по 15,4 млрд долл. в месяц – меньше, чем в начале года за счет «догоняющего» роста импорта. Однако то, что так активно притекает по счету текущих операций, продолжает утекать из

Russia'30



Источник: Bloomberg

Спред РФ к аналогам, CDS, б.п.



Источник: Bloomberg

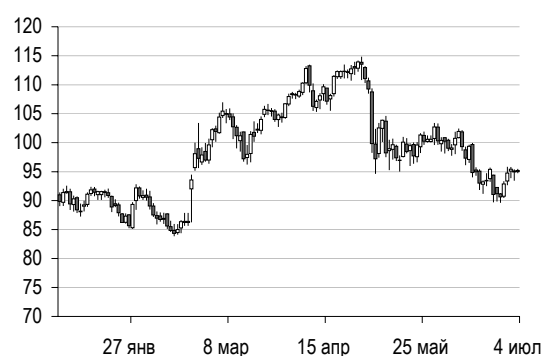
РФ по капитальному счету. Согласно предварительным оценкам, отток капитала за пять месяцев 2011 года составил 35 млрд долл. Если учесть, что в I квартале был зафиксирован отток порядка 20 млрд долл., бегство капитала продолжается с темпом около 7 млрд долл. в месяц, что очень существенно. Тем не менее мы ожидаем улучшения ситуации со счетом капитала уже в нынешнем году, чему должны способствовать три основных фактора.

- Дальнейшее ужесточение денежной политики ЦБ (мы ожидаем роста ставки рефинансирования в текущем году до 9%).
- Появление определенности относительно кандидата партии власти на выборах президента РФ 2012 года (кандидат, как сказал Владимир Путин, должен иностранцам понравиться);
- Ускорение программы новой приватизации, на чем жестко настаивает Дмитрий Медведев.

Лучше всего ситуация складывается сейчас на фискальном фронте. По итогам мая накопленный профицит бюджета увеличился до 355 млрд руб., а это более 1,7% ВВП за первые пять месяцев года. К сожалению, есть подозрение, что Минфин все-таки сможет свести год с дефицитом, потратив в декабре какую-нибудь умопомрачительную сумму, как это было в прошлом году. Не зря срок депозитов, на которые Минфин регулярно предлагает банкам временно свободные средства, истекает именно в декабре. Наш собственный прогноз дефицита бюджета текущего года составляет 1% ВВП, или около 500 млрд руб. в денежном выражении. Если учесть, что по итогам июня было размещено 657 млрд руб. новых ОФЗ и 90 млрд руб. в виде евробонда Russia'18 (что в сумме дает 747 млрд руб.), а также тот обстоятельство, что на начало 2011 года для рефинансирования внутреннего долга в этом году требовалось около 300 млрд руб., можно заключить, что объем «лишних» средств, которыми располагает Минфин, составляет сейчас 447 млрд руб., не считая текущего бюджетного профицита. Если исходить из нашего прогноза, что бюджет года будет все же сведен с дефицитом в 500 млрд руб., накопление средств в резервном фонде за счет заимствований Минфин сможет начать уже в июле. Зачем ему это нужно, мы пока точно не знаем, однако похоже, что речь идет о бюджете 2012 года, который, по словам министра финансов Алексея Кудрина, будет трудно свести с планируемым дефицитом в 3% ВВП.

Когда документ уже был передан для опубликования, вышли предварительные данные ЦБ об оттоке капитала за II квартал, который вроде бы составил всего 9,9 млрд долл. Если данные за пять месяцев (отток в размере 35 млрд долл.) были верны, это означает приток капитала в июне.

Фьючерсы NYMEX, долл/б



Источник: Bloomberg

Обменный курс рубля

На нейтральной передаче

В июне цена на нефть марки Urals снизилась на 1,9%, однако курс рубля фактически остался неизменным относительно бивалютной корзины и даже повысился на 0,5% к доллару вследствие ослабления последнего относительно евро. Из-за растущего торгового профицита Центробанк в последнее время оставался на стороне покупки валюты – в мае он приобрел 3,9 млрд долл., а за весь год сумма покупки достигла 15,8 млрд долл. Тем не менее похоже, что Банк России действительно стремится сократить свое рыночное присутствие – по крайней мере, ни в один из месяцев текущего года покупки не были так активны, как, например, в марте 2010 г., когда ЦБ купил более 14 млрд долл. валюты.

Можно сказать, что рубль находится сейчас в равновесном состоянии: нефтяной рост начала года уже отыгран, а новых очевидных катализаторов пока не предвидится. Торговый баланс остается сильным, однако это нивелируется продолжающимся оттоком капитала. Соответственно, и взгляд УРАЛСИБа на рубль сейчас нейтральный – мы ожидаем курс рубля на уровне 28,7 руб./долл. к концу года при допущении, что курс доллара останется вблизи отметки 1,4 долл./евро. Основным риском для рубля с негативной стороны, конечно, является возможность падения цены на нефть, однако, если при устойчивой нефти отток капитала из РФ ослабнет, это, наоборот, создаст риск ускоренного укрепления национальной валюты.

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

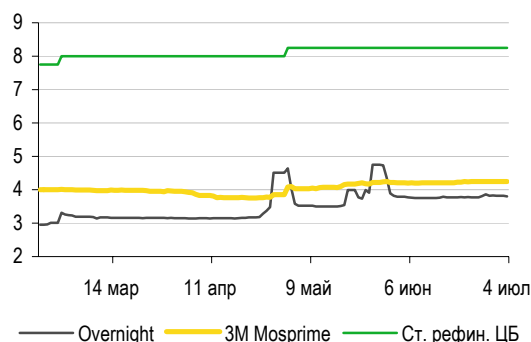
Российский денежный рынок

Уровень свободной ликвидности возобновил рост

После майского провала, вызванного ужесточением резервных требований и двумя повышениями ставки рефинансирования, уровень остатков банков в ЦБ начал восстанавливаться, что можно связать с продолжающимися покупками Банком России валюты, о которых мы говорили выше. Сейчас сумма корреспондентских счетов и депозитов банков в ЦБ вновь превышает 1,3 трлн руб., позволяя констатировать, что мы вновь находимся в ситуации избыточной ликвидности. Об этом же свидетельствует график справа, на котором видно, что ставка овернайт была при переходе через конец июня стабильной, чего нельзя сказать о предыдущих двух месяцах.

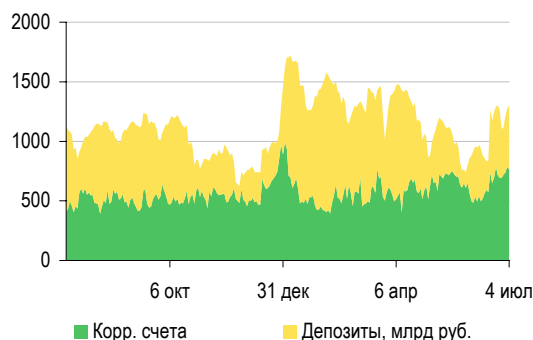
В последний день июня директора ЦБ заседали до самого вечера, однако в итоге постановили оставить все регулируемые ставки, а также резервные требования без изменений. Текущая политика видится Банку России правильным балансом между задачами борьбы с инфляцией и стимулирования роста, однако нам кажется, что текущий момент с инфляционной точки зрения почти идеален (новый урожай овощей, сезонное замедление экономической активности), поэтому к концу года Центробанку могут потребоваться дополнительные меры для обуздания инфляции. Поэтому мы по-прежнему ожидаем ставку рефинансирования на уровне 9% к концу текущего года, а такое развитие событий неминуемо приведет к дальнейшему росту ставок на коротком конце рублевой кривой. Однако поскольку наш прогноз по ставке рефинансирования превышает ее текущий уровень всего на 75 б.п., никаких серьезных

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

последствий для денежного рынка такое ужесточение денежной политики иметь не будет. Более того, мы ожидаем, что средняя цена на нефть Urals составит в этом году 111 долл./барр., а это означает продолжение покупок валюты со стороны ЦБ. Таким образом, нижняя граница для ставки овернайт, которой является депозитная ставка ЦБ, поднимется, однако достаточный объем свободной ликвидности не будет позволять рыночной ставке сильно удаляться от минимального уровня. Соответственно, к концу года мы ожидаем овернайт в диапазоне 4–4,5%.

Долгосрочные рублевые ставки

Рынок продавца

Как видно на графике доходности ОФЗ 26203, пятилетняя точка на кривой ОФЗ «гуляет» в последнее время в диапазоне доходности 7,25–7,5% – в зависимости от того, в каких бумагах проводятся в настоящий момент аукционы ОФЗ. Активность Минфина сместилась в область 7–10-летних выпусков, и в результате доходность ОФЗ 26203 заметно снизилась. Наклон кривой, который мы в данном случае меряем как разницу в доходности между пятилетними ОФЗ и трехмесячной ставкой Mosprime, остается очень существенным на уровне 300 б.п.

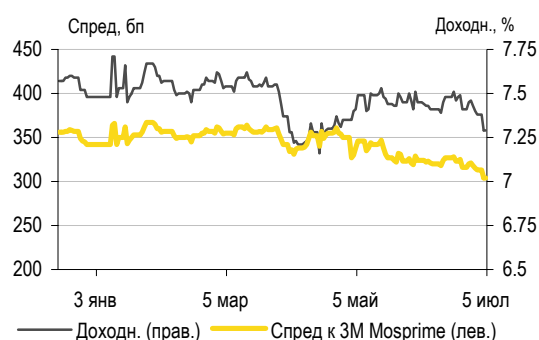
Мы уже не раз говорили, что в условиях избытка ликвидности на коротком конце рост доходности на длинном конце кривой невозможен. Поэтому наш прогноз пятилетней точки на кривой ОФЗ не меняется, оставаясь равным 7,25%. Из-за ожидаемого нами подъема короткого конца кривой (см. денежный рынок) наклон последней должен к концу года немного уменьшиться.

Соответственно, мы видим следующие способы, как заработать на качественных рублевых облигациях:

- «Скатывание» с кривой, то есть эксплуатация ее наклона за счет покупки корпоративных бумаг длиной три-четыре года и ОФЗ длиной четыре-пять лет с удержанием на позиции в течение 6–12 месяцев.
- Первичные размещения, особенно в секторе ОФЗ, где Минфин по какой-то причине до сих пор предлагает неплохие премии в ходе аукционов длинных бумаг.
- Узкие кредитные спреды корпоративного сегмента делают игру во многих бумагах первого эшелона менее интересной, чем покупку чуть более длинных ОФЗ. Удлинять дюрацию тем более интересно, что делать это можно, опять же, на аукционах, получая за небольшой дополнительный срок очень хорошую компенсацию в доходности.

В настоящий момент реальные ставки на рублевом рынке вновь стали устойчиво отрицательными и на длине пять лет составляют приблизительно минус 200 б.п. Эта ситуация выгодна для эмитентов, способствуя дальнейшему росту предложения, в то время как утешением инвесторов является сильный наклон кривой и премия при первичных размещениях.

ОФЗ 26203 (5 лет)



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

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@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, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, 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, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 был 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 2011