

Казначейские облигации США

Дефолта США пока не будет

Мы никогда не считали этот вопрос существенным риском для рынка, однако в последнее время внимание мирового сообщества было приковано к решению проблемы потолка суверенного долга США. К вечеру 2 августа это техническое препятствие на пути новых заимствований было снято – потолок поднят на 1 трлн долл. с перспективой дальнейшего повышения на 1,7 трлн долл. через четыре месяца. Повышение потолка заимствований было увязано с планом сокращения дефицита бюджета США на ту же сумму 2,7 млрд долл. в течение следующих десяти лет. Существенное ограничение расходов согласно этому плану не должно затронуть 2012 год, однако в долгосрочной перспективе решение увеличивает риски для восстановления американской экономики. Тем временем темпы роста ВВП США оказываются разочаровывающими уже сейчас: II квартал текущего года показал рост на очень умеренные 1,3% год к году, при этом данные I квартала были пересмотрены в сторону понижения с 1,9% до 0,4% год к году. Именно эти новости вызвали заметную коррекцию на рынке американских акций, а также привели к снижению доходности 10-летних Treasuries до 2,6%, что в последний раз наблюдалось только в ноябре 2010 года.

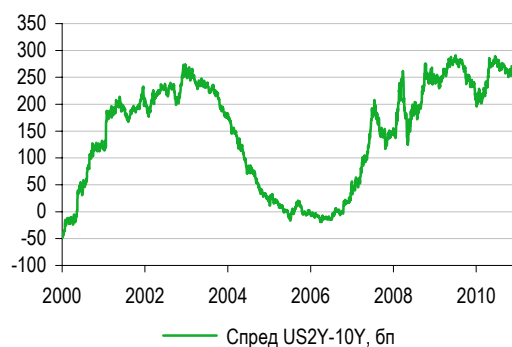
Что касается европейского долгового кризиса, в конце июля в общих чертах был оформлен новый план помощи Евросоюзу Греции, подразумевающий выделение стране дополнительных гарантий в размере 159 млрд евро, а также разрешающий Европейскому фонду стабильности покупку суверенных облигаций стран еврозоны с целью не дать недоверию инвесторов распространиться на такие ключевые страны, как Испания и Италия. Одобрение плана снизило котировки CDS-спредов Греции, однако, к сожалению, пока не остановило удорожание защиты от итальянского дефолта, стоимость которой вчера составляла 360 б.п. – максимальное значение за все время существования зоны евро. Проблема Италии довольно неожиданно обострилась в начале июля, хотя и до этого времени было известно, что если Испании, Греции, Ирландии и Португалии вместе взятым вполне можно помочь, то в случае с третьим по величине суверенным должником в мире Европа не обладает достаточными средствами для обеспечения рефинансирования долга. Ситуация усугубляется тем, что при долговой нагрузке порядка 1,6 трлн евро Италии требуется постоянный доступ на рынок долгового капитала для размещения новых бумаг. С другой стороны, до конца 2011 года стране необходимо погасить «всего» 150 млрд евро обязательств, что выглядит подъемной суммой для европейского кошелька. К тому же речь пока даже не шла о теоретически возможном широкомасштабном использовании возможностей ЕЦБ по выкупу суверенного долга еврозоны. Этот механизм, конечно, нанес бы удар по позициям евро, вызвав всплеск инфляции, однако факт остается фактом – Европа пока, по сути, не применяла инструмент, который те же США использовали на полную катушку.

10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

CDS-спред стран Еврозоны, б.п.



Источник: Bloomberg

Подытоживая сказанное, мы еще раз хотели бы подчеркнуть, что непосредственной угрозы суверенного дефолта внутри еврозоны (если не считать ожидающейся «добровольной» реструктуризации долга Греции) при принятых механизмах помощи не существует, однако наметившееся «выдавливание» Италии с рынка капитала является новой и потенциально большой проблемой для европейской стабильности.

Возвращаясь к американским Treasuries, являющимся основным драйвером для российского суверенного долга, мы вынуждены признать, что недооценили влияние фактора огромной долларовой ликвидности, которая тянет вверх котировки американских облигаций при любом росте напряженности, даже если источником последней является собственно долговая проблема США. Иными словами, в настоящий момент мы видим риск для нашего прогноза по доходности US10Y на конец года, находящегося на уровне 4,5%. Тем не менее само по себе ожидание более высоких долларовых доходностей остается полностью обоснованным: инфляция в США постепенно набирает темп, доходности длинных Treasuries крайне низки, а в случае, если перед Америкой действительно встанет угроза новой рецессии, ФРС должна будет немедленно отреагировать на это новым монетарным стимулом, поскольку японский сценарий стагнации при нулевых ставках невозможен для США с их торговым дефицитом.

Russia'30

Популярный актив

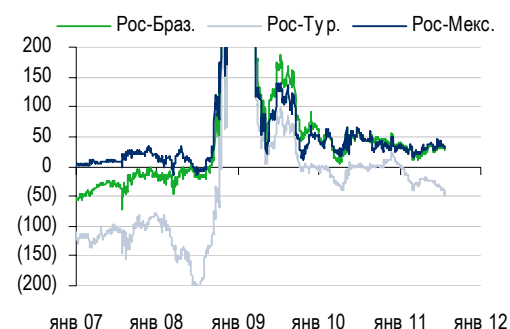
На фоне снижения доходности Treasuries доходность Russia'30 упала в июле с 4,4 до 4% и находится сейчас практически на 1 п.п. ниже, чем в начале года. С другой стороны, спред нашего суверенного бенчмарка расширился в прошлом месяце со 125 до 140 б.п. С этой точки зрения ситуация за первые шесть месяцев года практически не изменилась.

Стабильным (и даже слегка расширяющимся) является спред России к риску Бразилии и Мексики, при том что положительный знак этого спреда не является обоснованным ни с точки зрения текущей долговой нагрузки правительства РФ, ни с позиции кредитных рейтингов, которые у России, Бразилии и Мексики сейчас практически одинаковы.

С торговой точки зрения российский суверенный долг был в последнее время очень популярен – в первые дни августа в российских евробондах сложно было найти котировки на продажу. Однако кредитный спред остается довольно широким, а это означает, что инвесторы хотят российский риск, но ищут его по разумной цене.

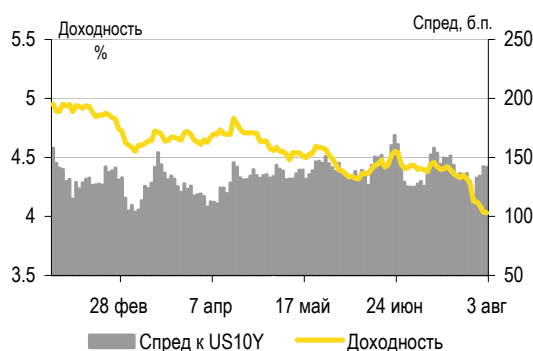
К концу года мы ожидаем сужения спреда Russia'30 к US10Y до 100 б.п., чему в числе прочих факторов должен будет содействовать и рост кредитных рейтингов страны (минимум на один шаг по версии всех трех рейтинговых агентств в течение следующих 12 мес.), которого разумно ожидать вследствие очень устойчивого фискального баланса, обещающего свести бюджетный дефицит к нулю и, как следствие, понизить отношение государственного долга к ВВП с 9,4% в 2010 году до 9,1% в конце текущего года.

Спред РФ к аналогам, 5-летние CDS, бп



Источник: Bloomberg

Россия '30



Источник: Bloomberg

Макроэкономика

Инфляция остается низкой

Согласно данным ЦБ, годовая потребительская инфляция в РФ снизилась в июле до 9%, при этом в последнюю неделю месяца наблюдалась дефляция на 0,1%. Судя по всему, в стране ожидается хороший урожай зерновых, что вместе с рекордным урожаем сахарной свеклы обещает низкое инфляционное давление в основных продовольственных товарах до конца текущего года.

По итогам июня профицит государственного бюджета составил 640 млрд руб., или почти 3% текущего ВВП, в результате чего в очередной раз встает вопрос о том, зачем правительство так активно продает новый долг. В I полугодии 2011 года Минфин разместил около 750 млрд руб. новых облигаций, при том что на рефинансирования долга в текущем году требовалось всего 302 млрд руб. Таким образом, на конец июня можно сказать, что у правительства есть 1,1 трлн руб. свободных средств, из которых порядка 600 млрд руб. размещены на депозитах в банках со сроками погашения до декабря сего года включительно. Сказанное выше наводит на следующие мысли.

- Судя по всему, в декабре Минфин вновь готовится поставить рекорд по расходам, потратив весь накопленный профицит. Тем не менее по-прежнему очень вероятно, что по итогам года государственный бюджет будет бездефицитным.
- Возможность сохранения части накопленных средств в резервном фонде связана с вопросом о бюджете 2012 года, расходные статьи которого обещают сильно вырасти. В последнее время Алексей Кудрин говорил, что дефицит бюджета следующего года должен оказаться в пределах 3%, то есть возможность профицитного бюджета в 2012 году пока не обсуждается. С одной стороны, это может вновь оказаться консервативной оценкой профильного министра. С другой – возможно, что Минфин действительно планирует использовать хорошую ситуацию текущего года для финансирования больших расходов следующего.

Обменный курс рубля

Никаких новостей

Несмотря на заметное снижение фьючерсов NYMEX в конце июля – начале августа, цена на нефть марки Urals остается очень устойчивой, а по итогам июля она даже выросла почти на 3%. Средняя цена российской нефти остается в этом году на абсолютном историческом максимуме, что, конечно, поддерживает спрос на рубль.

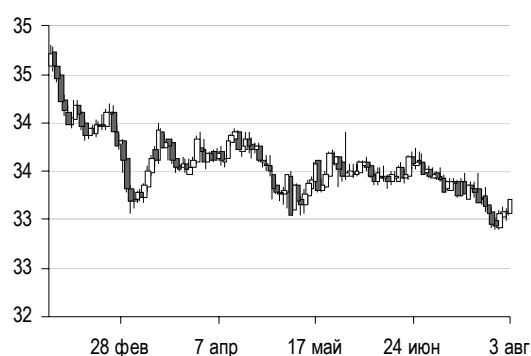
В июле ЦБ, очевидно, продолжал покупки иностранной валюты, поскольку с 1 по 29 число месяца его международные резервы выросли приблизительно на 11 млрд долл., что заметно превышает рост в июне, когда резервы прибавили всего 3,5 млрд долл. Несмотря на это, влияние мягкой денежной политики последних двух лет пока является преобладающим. Как показывает наш график на следующей странице, отношение денежного агрегата M2 к резервам ЦБ составляет сейчас приблизительно 40 руб./долл. в сравнении с 25 руб./долл. в первой половине 2008 года.

Фьючерсы NYMEX, \$/барр.



Источник: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

В целом мы продолжаем считать, что рубль находится сейчас в хорошо уравновешенном состоянии: нефтяной рост начала года уже отыгран, а новых очевидных драйверов пока не предвидится. Мы ожидаем курса рубля на уровне 28,7 руб./долл. к концу года при допущении, что курс доллара останется вблизи отметки 1,4 долл./евро.

Российский денежный рынок

Вновь скачок ставок в конце месяца

Объем резервов банков на счетах в ЦБ снизился во второй половине июля с месячного пика 1,4 трлн руб. до 850 млрд руб. в начале августа. На этом фоне рыночная ставка overnight поднималась intraday до 6%, однако в первых числах нового месяца рынок, как это обычно бывает, быстро пришел в норму. Сейчас overnight составляет 4% по сравнению с 3,8% месяц назад. Трехмесячная ставка Mosprime поднялась за месяц и вовсе незаметно – до 4,31% с 4,25% в начале июля.

На своем заседании 4 августа совет директоров ЦБ принял вполне ожидаемое решение оставить все регулируемые ставки без изменения. В пресс-релизе по итогам заседания отмечается остающееся низким инфляционное давление, однако упоминается риск его нарастания в связи с постепенно снижающейся склонностью населения к сбережению.

Напомним, что наш прогноз ставки рефинансирования предусматривает, что к концу текущего года она достигнет 9% против 8,25% сейчас на фоне усиления угрозы инфляции в IV квартале. Наш прогноз по индексу потребительских цен на 2011 год составляет 9,3% против официальных ожиданий на уровне 7,5%.

Что касается ликвидности, устойчивые цены на нефть не обещают денежному рынку существенных проблем в ближайшие месяцы. Недосток средств может ощущаться в периоды налоговых платежей и может обостриться к ноябрю вследствие сезонных факторов, однако не стоит забывать, что в декабре Минфин, как обычно, залетит банки огромным объемом бюджетных средств, и в 2012 год мы, скорее всего, вступим с новым рекордом банковских остатков.

Долгосрочные рублевые ставки

Рынок продавца

В июле Минфин объявил, что больше не будет предлагать премию к кривой при первичных размещениях ОФЗ и действительно перестал ее предлагать. Это вызвало консолидацию цен и постепенное снижение доходности во всем государственном сегменте, в результате чего котировки пятилетнего выпуска ОФЗ 26203 снизились с 7,5% в конце июня до 7,15% сейчас.

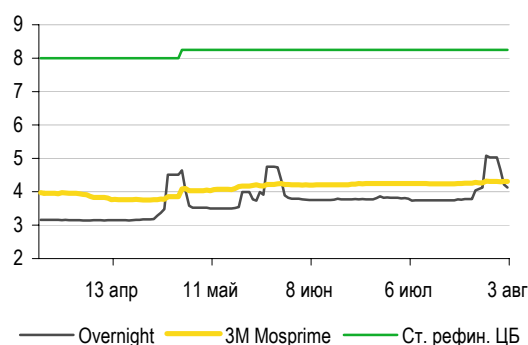
В принципе, происходящее находится полностью в рамках наших ожиданий. Отказ в премии равнозначен сокращению предложения, что неизбежно приводит к росту цен. Напомним: еще в конце 2010 года мы писали о том, что наклон рублевой кривой доходности будет в течение 2011 года уменьшаться за счет умеренного подъема короткого конца при неподвижном длинном. Наш прогноз пятилетней точки на кривой ОФЗ на конец года остается на уровне 7,25%.

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб/\$



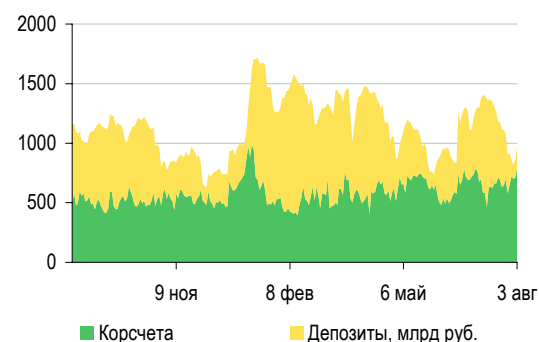
Источник: Росстат

Ставки денежного рынка, %



Источник: Росстат

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

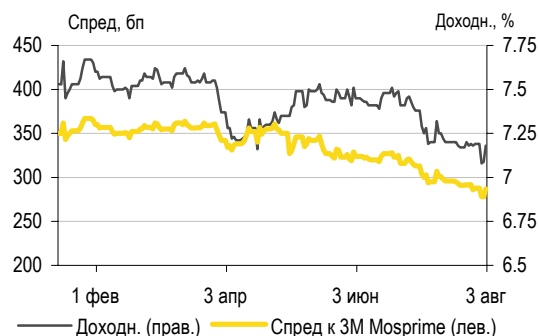
Несмотря на этот, в общем-то, нейтральный взгляд на цены, рублевый долг в последнее время сильно прибавил в привлекательности. Соображения тут следующие.

- Низкая инфляция последних месяцев убеждает многих участников в отсутствии опасности существенного ужесточения политики ЦБ в ближайшем будущем.
- С учетом стоимости хеджирования на уровне 3,75 п.п. доходность 7,15% на пять лет в рублях транслируется в 3,5% в долларах США, тогда как российская суверенная кривая может предложить на этом сроке только 3%.
- Рублевый евробонд Russia'18 торгуется сейчас с доходностью 6,75% при дюрации пять лет, что на кривой ОФЗ соответствует выпуску ОФЗ 26204 с доходностью 7,5%. Таким образом, хорошая оншорная премия сохраняется.

Наклон кривой ОФЗ в терминах разницы между однолетней и пятилетней точками сократился за последние 1,5 месяца с 275 до 220 б.п., однако по историческим меркам такая премия за дюрацию остается очень хорошей, продолжая обеспечивать интерес инвесторов на длинном конце. Да и вообще, при текущих ультранизких доходностях бондов в развитых экономиках российский локальный рынок предлагает очень неплохие ставки в абсолютном выражении, в результате чего и без хеджирования он должен быть интересен иностранным инвесторам.

Соответственно, на рынке ОФЗ мы сохраняем свою рекомендацию покупать бумаги с доходностью порядка 7% и скатываться в них вниз по кривой. Это в первую очередь относится к выпускам ОФЗ 25079, 25075, 25077, 26203, 26206 и 26204.

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, grischenkovan@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 Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия

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, hovhannisyan@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 Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, 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