

Казначейские облигации США

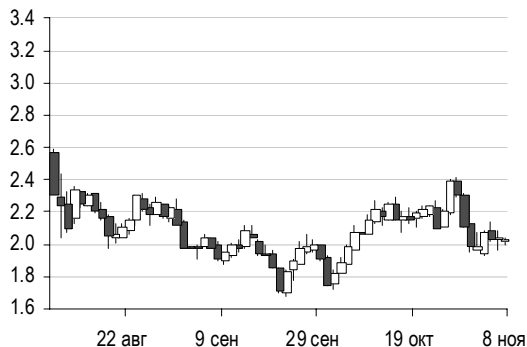
Урегулирование европейских проблем затягивается

Основой новостного фона были в последнее время сообщения из Европы, которые сначала показались очень ободряющими, однако затем их тон вновь стал привычно хмурым. Напомним, что перед саммитом G20 в Каннах министры финансов ЕС одобрили увеличение европейского фонда финансовой стабильности до 1 трлн евро, а новые параметры реструктуризации греческого долга подразумевали списание кредиторами порядка 50% имеющейся задолженности. Необходимая при этом рекапитализация европейских банков была оценена в сумму чуть более 100 млрд евро, что является вполне посильным бременем. Прямо накануне саммита G20 этот положительный настрой был сведен на нет неожиданным заявлением премьер-министра Папандреу о необходимости одобрения нового плана помощи на референдуме и последовавшим за этим правительственным кризисом в Греции.

По нашему мнению, политические аспекты долгового кризиса перестают сейчас играть главенствующую роль. План по Греции принят и под давлением заинтересованных в нем Франции и Германии, скорее всего, будет так или иначе реализован. Основная проблема заключается в том, как в ближайшее время поведет себя европейская экономика и как это отразится на Италии – наиболее обремененной долгом стране ЕС. Наш базовый сценарий предполагает, что Европа все же окажется в рецессии в 4 кв. 2011 г. – 1 кв. 2012 г., а экономика США сможет рецессии избежать. Нам представляется, что мировой финансовой системе под силу пережить подобное развитие без катастроф. Что касается Италии, то мы уже неоднократно писали, что в решении ее долговой проблемы пока в очень незначительной степени задействованы ресурсы ЕЦБ, являющиеся для европейцев последним средством из тех, к которым им хотелось бы прибегать. Тем не менее сценарий крупномасштабных покупок суверенного долга еврозоны Европейским центральным банком совершенно реален и при этом даже не обязательно сопряжен с большими инфляционными рисками, поскольку в ситуации рецессии монетарный стимул рекомендуется почти всеми учебниками. С точки зрения ликвидности, ранее было заявлено, что у Греции достаточно собственных средств для обслуживания долга до середины декабря, однако во второй половине этого месяца стране необходимы 6,8 млрд евро, которых пока нет. Именно поэтому середина декабря и фигурировала как крайний срок, до которого Греция должна получить от EFSF очередной транш помощи в размере 8 млрд евро. В Италии график погашения долга относительно комфортен до января 2012 г. включительно, однако в феврале–апреле стране предстоит погасить суверенные бонды объемом порядка 150 млрд евро, что является очень существенной суммой.

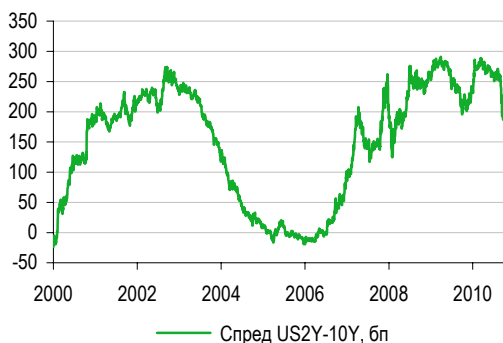
Опубликованные в последнее время данные подтверждают наш взгляд на перспективы мировой экономики. Октябрьская статистика рынка труда в США показала очень медленный, но все же рост

10-летние Treasuries



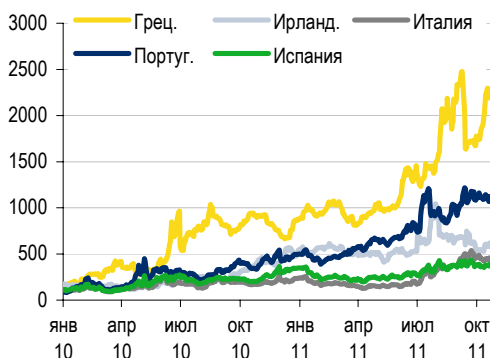
Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

CDS-спред стран Еврозоны, б.п.



Источник: Bloomberg

занятости, в то время как данные о промпроизводстве в Германии, а также европейские индексы деловой активности со всей очевидностью демонстрировали торможение европейской экономики. Помимо этого, опасаясь потерять свой рейтинг «AAA», Франция прибегает к новым мерам бюджетной экономии, которые не могут не привести к снижению спроса.

В этой ситуации мы по-прежнему считаем, что потенциал роста доходности Treasuries будет в ближайшее время ограничен уровнем 2,5% для 10-летних бумаг. Августовский шок неожиданно сильно повлиял на рынки, и их восстановление до июльских уровней может занять около года.

Russia'30

Консолидация

Бенчмарк российского внешнего рынка частично реализовал имевшийся у него на начало октября потенциал сжатия спреда к Treasuries. Нефть стоит дорого, и Russia'30 торгуется сейчас с доходностью 4,1%, или почти на 100 б.п. ниже, чем четыре недели назад. Спред бумаги к US10Y сократился за то же время с 300 б.п. до 205 б.п.

График справа показывает, что риск РФ продолжает торговаться с хорошей премией к бумагам Мексики и Бразилии – стран, имеющих идентичные с нами суверенные рейтинги и существенно превосходящих РФ по долговой нагрузке.

Если на нефтяном рынке до конца года не произойдет ничего драматического, можно ожидать продолжения сжатия спреда Russia'30, который на конец года может достигнуть отметки 150 б.п., что в сочетании с уровнем 2,5% по US10Y дает нам 4% в качестве ориентира доходности Russia'30 на конец декабря. Наши прогнозы на 2012 г. будут опубликованы чуть позже, в стратегии на будущий год, однако в целом мы не удивимся, если на конец года положение российского бенчмарка мало изменится по сравнению с нынешним.

Макроэкономика

Инфляция начинает разворот, но опасности пока нет

Последние недели были небогаты на российские экономические данные. Отметим в качестве наиболее значимых показатели инфляции: по итогам октября потребительские цены выросли на 0,5% против 0% месяцем ранее. Соответственно, год к году темпы роста цен в РФ не изменились, оставшись на уровне 7,2%, тогда как накопленная инфляция достигла 5,6%.

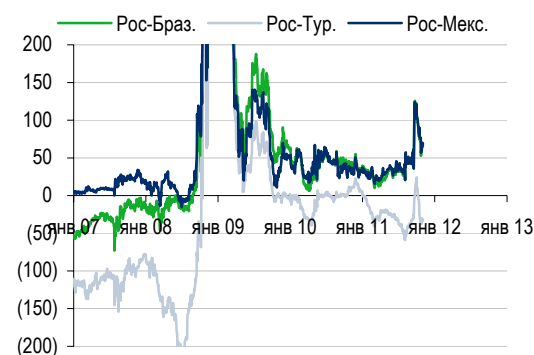
В этих данных нет ничего неожиданного. Рост цен обязан был возобновиться после ослабления эффекта от нового урожая, и правительственный прогноз на конец года на уровне 6,5–7% пока остается выполнимым. Отметка 7% может быть немного превышена, однако, в любом случае, 2011 г. обещает стать годом самой низкой инфляции в постсоветской истории РФ.

Обменный курс рубля

Национальная валюта умеренно недооценена

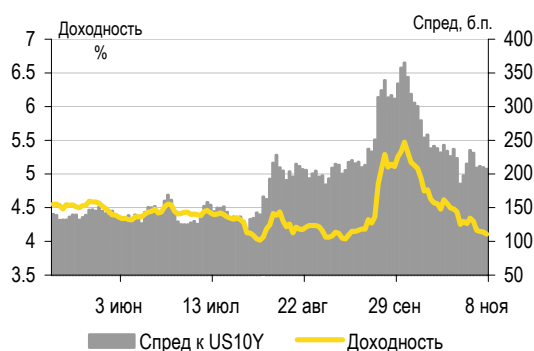
Вследствие очевидного расхождения между курсом рубля и ценой на нефть национальная валюта уверенно укреплялась после глубокого падения августа-сентября. В течение октября укрепление рубля к корзине составило почти 6,5%, в результате чего курс доллара едва

Спред РФ к аналогам, 5-летние CDS, б.п.



Источник: Bloomberg

Россия '30



Источник: Bloomberg

не ушел ниже отметки 30 руб.

Данные таможенной службы свидетельствуют о том, что профицит торгового баланса РФ достиг в сентябре 154 млрд. долл., увеличившись на 17 млрд долл. по сравнению с августом. Таким образом, наметившаяся была тенденция к сокращению месячного профицита (в августе он составил около 14 млрд долл.) сентябрьскими данными не подтверждается. Прогноз оттока капитала по итогам 2011 г. был недавно повышен Центробанком до 70–75 млрд долл., при том что за 9 месяцев года он составил около 50 млрд долл. Эта оценка подразумевает даже некоторое усиление бегства капитала по сравнению с 3 кв., в течение которого по данным ЦБ из страны было выведено 18,7 млрд долл. «временно свободных средств». Учитывая, что период августа–сентября текущего года был моментом паники на финансовых рынках, а сейчас мы видим постепенное их восстановление, эта оценка представляется нам излишне пессимистической.

В итоге мы продолжаем считать рубль недооцененным, хотя степень этой недооцененности в последние недели заметно снизилась. Справедливым курсом доллара мы считаем 29–29,5 руб./долл., а негативное спекулятивное давление, сохраняющееся сейчас, постепенно исчезнет, если, конечно, цена на нефть не упадет существенно ниже 100 долл./барр. Напомним, что наш прогноз на 2011 г. предполагал среднюю цену нефти Urals на уровне примерно 110 долл./барр., что в настоящий момент полностью соответствует действительности. Кстати, согласно официальному прогнозу на 2011 г., при цене нефти на уровне 108 долл./барр. среднегодовой курс рубля составит 28,6 руб./долл. то есть у правительства более оптимистические ожидания, чем у нас.

Российский денежный рынок

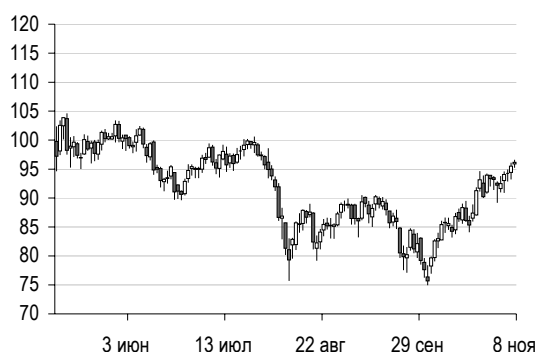
Ликвидности все еще не хватает

Денежный рынок является сейчас самой напряженной точкой финансовой системы, существенно ограничивая спрос со стороны банков на все рублевые активы. Рыночная ставка overnight очень устойчиво держится вблизи отметки 5%, то есть межбанковский рынок остается прижат к верхней разрешенной границе, которой выступает однодневная ставка РЕПО ЦБ. Так и должно быть в ситуации, когда банки ежедневно обращаются к регулятору за краткосрочным финансированием.

В последнее время Минфин немало сделал для поддержания ликвидности банковской системы, последовательно замещая свои погашающиеся депозиты новыми. Однако бесконечно откладывать изъятие этих средств невозможно, поскольку неиспользованные средства Минфина должны быть до конца января 2012 г. зачислены в Резервный фонд. В настоящий момент сумма средств Минфина, размещенная в банках на срок до 1 февраля, составляет чуть более 1 трлн руб., что приблизительно соответствует ожидаемому по итогам года объему пополнения Резервного фонда.

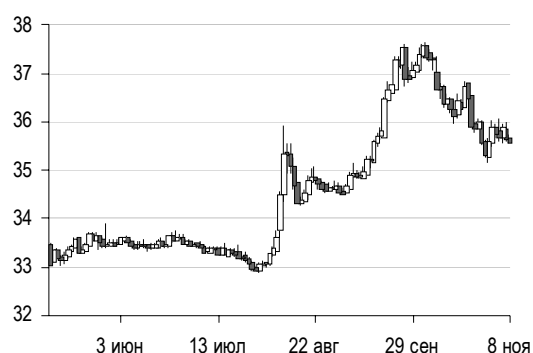
Компенсацией изъятия депозитов Минфина будут служить бюджетные расходы, поскольку, как и в прошлом году, в декабре они должны вдвое превысить среднемесячный уровень, что позволит полностью израсходовать накопленный профицит бюджета, который по итогам сентября как раз и составил 1,08 трлн руб.

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



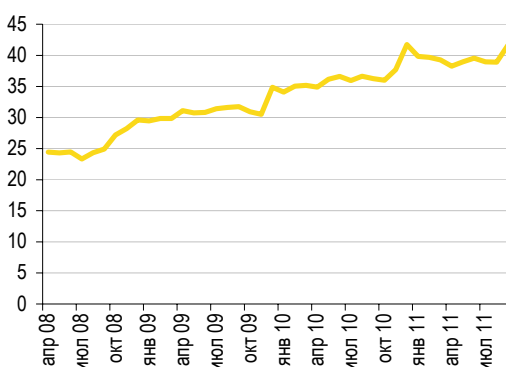
Источник: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб./долл.



Источник: Росстат

Тем не менее реальное улучшение ситуации на денежном рынке будет возможно только после возобновления покупок валюты Центробанком, чего пока не наблюдалось: в октябре ЦБ потратил на поддержание рубля 4,3 млрд долл. и 500 млн евро – меньше, чем в сентябре, но все еще очень немало.

Таким образом, в краткосрочной перспективе все, что можно обещать участникам рынка, – это сокращение нехватки ликвидности к концу декабря, однако, учитывая наш положительный взгляд на перспективы рубля и устойчивые цены на нефть на горизонте 6–12 месяцев, на денежном рынке обещает сформироваться тенденция к постепенной нормализации положения.

Долгосрочные рублевые ставки

Существенное уменьшение наклона кривой

Из-за недостатка короткой ликвидности 3-месячная ставка MosPrime, которую можно считать исходной точкой рублевой кривой доходности, поднялась почти до 7% – то есть в настоящий момент она на 250–275 б.п. выше, чем в 1 п/г. нынешнего года. В то же время кривая ОФЗ, хотя и подверглась значительному давлению продавцов, находится сейчас всего на 50–75 б.п. выше, чем раньше.

Уменьшение наклона кривой – абсолютно ожидаемое явление, о котором мы писали с ноября прошлого года. Единственное расхождение реальной ситуации с нашим прогнозом заключается в том, что, не ожидая столь резкого обострения европейского кризиса в августе, мы прогнозировали чуть более низкие ставки денежного рынка, поскольку считали, что они будут ближе к депозитам ЦБ, чем к его РЕПО.

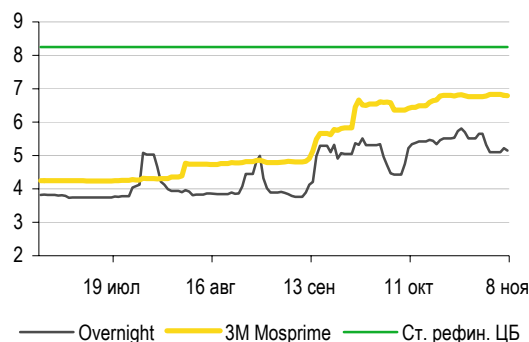
Помимо этого, форвардная валютная кривая сейчас такова, что премия при хеджировании валютного риска из доллара в рубль составляет сейчас около 6 п.п., в результате чего, например, долларовая доходность еврооблигаций Россия'15 (порядка 3%) эквивалентна 9%, что заметно выше кривой ОФЗ. Соответственно, непосредственное участие в рублевом рынке является сейчас малопривлекательным для инвесторов с базой в иностранной валюте.

Соответственно, мы по-прежнему считаем, что рынку рублевых облигаций необходимо дать возможность отстояться на имеющихся уровнях. С точки зрения торговой ликвидности ситуация остается крайне неудобной для активной торговли: средний bid-ask спред в корпоративном сегменте равен сейчас приблизительно 100 б.п., что почти втрое шире июльского уровня.

Выходом из такой ситуации является активизация первичного рынка, на котором в последнее время появилось несколько интересных предложений. Как водится, этот процесс начался с размещений бумаг инвестиционного уровня, однако постепенно к покупателю начнут выходить и качественные эмитенты второго эшелона.

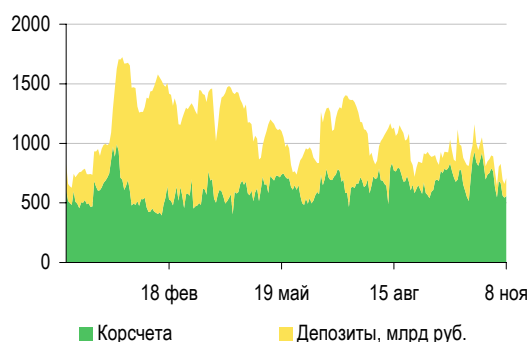
Что же касается вторичного рынка, то здесь нужно искать хорошие возможности для покупки в перепроданных корпоративных бумагах, учитывая, что при высоком уровне коротких ставок длина не дает сейчас той компенсации рыночного риска, которую она обеспечивала ранее. Разумно ограничить новые покупки дюрацией 3 года, тем более что как раз начиная с этой точки кривая ОФЗ предлагает приличную премию к кривой рублевых свопов.

Ставки денежного рынка, %



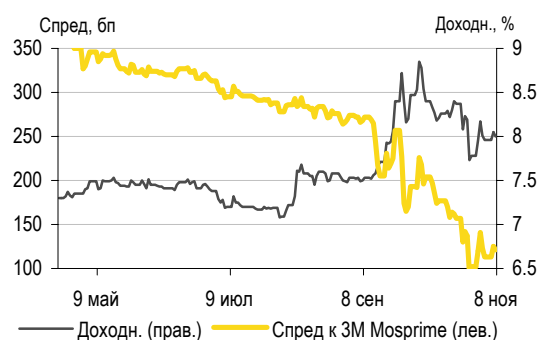
Источник: Росстат

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

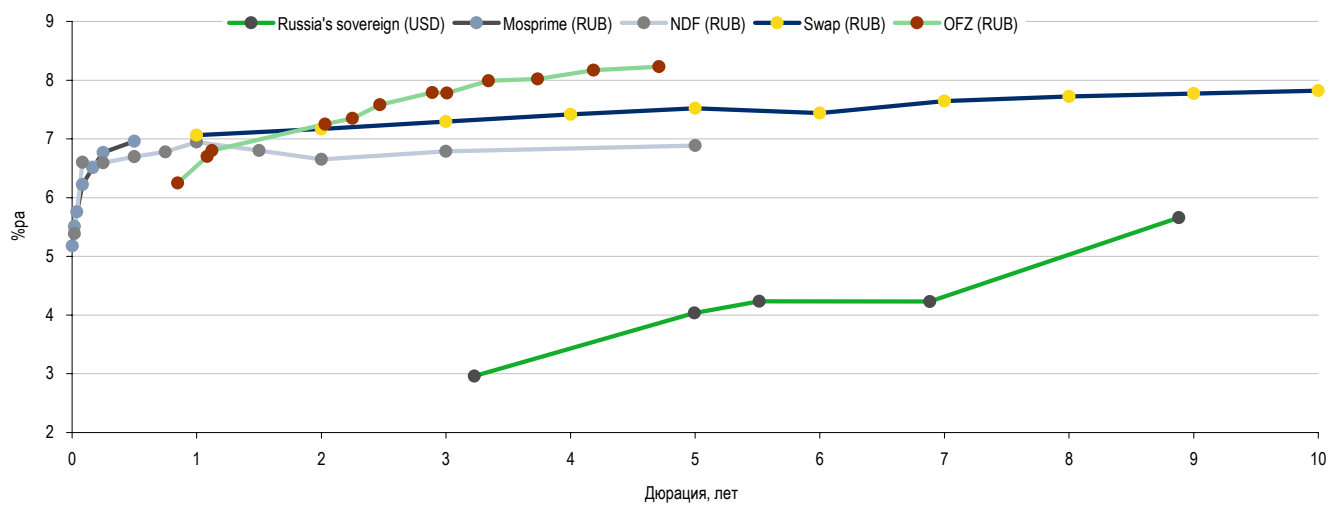
ОФЗ 26203 (5 лет)



Источник: Bloomberg

Стоимость хеджирования долларов в рубли превышает 6 п.п.

Кривые ключевых ставок



Источники: Bloomberg, ММВБ

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
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkovaa@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
Татьяна Днепровская, dneprovskata@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
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Стратегия

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Банки

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@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

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
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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