

Казначейские облигации США

Переход в рисковые активы?

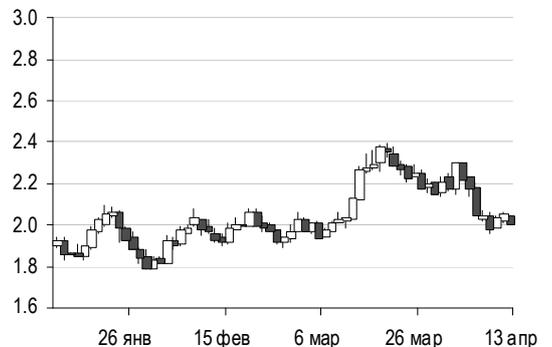
Середина марта ознаменовалась важным событием: после четырех месяцев топтания вблизи отметки 2% 10-летние Treasuries вдруг поднялись к уровню 2,4%. Хотя закрепиться на этом рубеже американскому бенчмарку не удалось, неожиданное движение вверх со всей очевидностью показывает, что глобальные инвесторы всерьез задумываются о переформировании портфелей в сторону рискованных активов. Подтверждением этого является и тот факт, что в течение третьей недели марта инвесторы, согласно данным EPFR, вывели 1 млрд долл. из фондов госбумаг США (недельный рекорд за всю историю наблюдений), а также забрали 13 млрд долл. из американских фондов денежного рынка.

После достижения соглашения об обмене греческого долга и появления устойчивых данных об улучшении ситуации на рынке труда США вопрос о том, стоит ли оставаться в активах, обещающих 1–2% годовых, не выглядит праздным. Хотя острота европейского долгового кризиса до конца не снята, трудно ожидать, что облигации с рейтингом «AAA» будут бесконечно находиться на исторических минимумах доходности. Мы допускаем, что рост доходности US Treasuries будет ограничен выкупом бумаг со стороны ФРС до окончания операции «Твист» в середине года, однако затем 10-летние бумаги должны начать торговаться с прицелом на более высокую инфляцию и отсутствие количественного смягчения.

Наш прогноз по US10Y на конец 2012 г. остается на уровне 3,5%. Пока эта точка кажется довольно далекой, однако американские бумаги котировались с такой доходностью всего лишь год назад, поэтому, если по второму полугодии глобальные экономические перспективы заметно улучшатся, ничто не помешает 10-летним нотам вернуться к апрельским котировкам прошлого года.

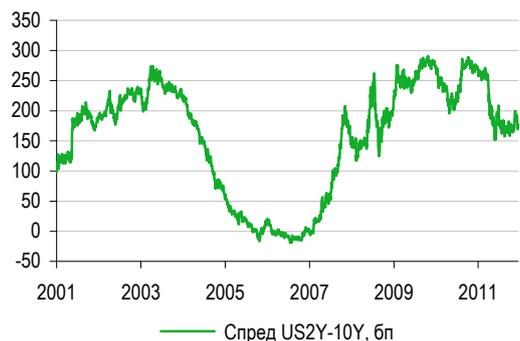
Что же касается Европы, заметному давлению рынков подверглись в последнее время испанские облигации. Как видно из графика справа, 5-летний CDS-спред Испании недавно вновь оказался шире того же показателя Италии. Здесь важно отметить, что долговая проблема Испании укладывается в рамки средств, имеющихся в распоряжении EFSF, однако новое расширение суверенных спредов является не причиной проблем, а следствием серии плохих экономических данных, пришедших из Евросоюза в последнее время. Мы ожидаем, что апрель прояснит вопрос о том, были ли слабые мартовские значения европейских индексов деловой активности лишь случайной флуктуацией, или они указывают на более глубокие проблемы европейской экономики. Если последнее окажется верным, мы с большой вероятностью станем свидетелями нового раунда борьбы Испании за доступ на так необходимые ей кредитные рынки. Это, в свою очередь, отсрочит ожидаемый нами рост доходности Treasuries и поставит перед ФРС вопрос о необходимости третьего этапа количественного смягчения.

10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

CDS-спред стран Еврозоны, б.п.



Источник: Bloomberg

Российский суверенный долг

Кривая сильно обновилась

В качестве очевидного бенчмарка для российского рынка уже много лет используется выпуск Russia'30. Похоже, что после размещения трех новых траншей суверенных евробондов роль Russia'30 окажется гораздо более скромной, хотя эта бумага и останется самой ликвидной.

Итак, Россия разместила выпуск Russia'17 объемом 2 млрд долл. с купоном 3,25% (230 б.п. над US5Y), выпуск Russia'22 тем же объемом и купоном 4,5% (240 б.п. над US10Y), а также выпуск Russia'42 на сумму 3 млрд долл. с купоном 5,625% (250 б.п. над US30Y).

Удачно ли это размещение? С одной стороны, да, поскольку многократная переподписка свидетельствует о хорошем спросе. С другой стороны, предыдущее размещение 10-летних бондов РФ, состоявшееся в конце апреля 2010 г., прошло со спредом 130 б.п., то есть на 110 б.п. уже, чем нынешнее. Кстати, цена на нефть тогда была точно такой же, как сейчас.

Мы ранее писали в нашем «Компасе», что из-за отсутствия острой потребности в деньгах Минфин в ходе маркетинга новых выпусков будет ориентироваться на спред с пределах 200 б.п. На деле министерство предпочло воспользоваться выросшим спросом, чтобы сразу разместить большой объем. Напомним, что 7 млрд долл. – это предел предложения внешнего долга, установленный долговой программой правительства РФ на 2012 г.

Есть еще и техническая стороны вопроса. Нам представляется, что, если спрос был действительно так высок, как заявляют организаторы, результирующий спред в новых бумагах мог бы быть и уже. В общем, прошедшее размещение потенциально гораздо прибыльнее для инвесторов, чем сделка двухлетней давности.

Новые выпуски создают небольшой непосредственный апсайд уже обращающимся суверенным евробондам, и в первую очередь Russia'30. Последняя торгуется сейчас со спредом порядка 275 б.п. к кривой Treasuries, что соответствует доходности 4,1%. Если ориентироваться на спред соседней Russia'20, справедливая доходность Russia'30 сейчас 3,9%.

В чуть более широкой перспективе можно ожидать дальнейшего сжатия спреда российских евробондов к кривой Treasuries, поскольку ситуация, когда Россия предлагает премию порядка 50 б.п. к одинаковым по рейтингу обязательствам Бразилии и Мексики, представляется нам необоснованной с фундаментальной точки зрения. Долговая нагрузка правительства РФ несопоставимо ниже, чем правительств аналогичных развивающихся рынков, при этом если раньше Бразилию выгодно отличал более быстрый экономический рост, то сейчас это преимущество исчезло.

В итоге мы продолжаем рекомендовать держать российский долг с весом выше рынка в портфеле облигаций развивающихся экономик, однако еще раз предупреждаем, что доходности российских бумаг будут неизбежно расти, если, как мы ожидаем, кривая US Treasuries переместится вверх по доходности. В конце года мы ожидаем спред Russia'30 к US10Y на уровне 125 б.п. (против 200 б.п. сейчас), однако доходность бенчмарка обещает вырасти до 4,75% (против текущих 4,15%) из-за нашего высокого прогноза доходности 10-летних нот.

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



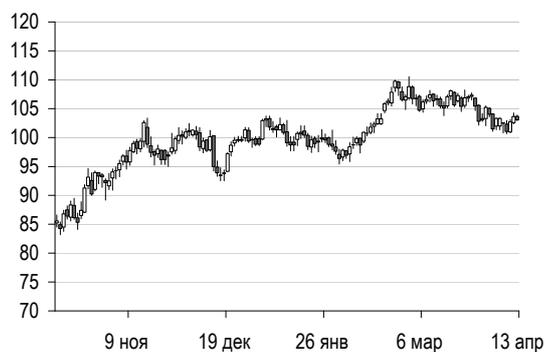
Источник: Bloomberg

Россия '30



Источник: Bloomberg

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

Макроэкономика

Начало года радует

Согласно данным Минэкономразвития, рост ВВП РФ ускорился в феврале до 4,8% год к году. Капитальные инвестиции продолжают демонстрировать двузначный темп роста (15,1%, основная причина – снижение ставки страховых платежей), на фоне низкой инфляции и повышений зарплат бюджетникам до 3,2% ускорились темпы увеличения реальных располагаемых доходов.

В такой ситуации инфляция становится реальным кандидатом на то, чтобы стать источником негативных новости в ближайшие месяцы. В конце марта она еще оставалась очень низкой (3,7% год к году), однако уже в июне неизбежно заметное ускорение роста цен. В ближайшее время нас ожидает повышательная коррекция цен на бензин (которые были заморожены до выборов на фоне растущих цен на нефть), ну и конечно обещанное повышение регулируемых тарифов 1 июля.

Тем не менее сильно беспокоиться пока не стоит. Наш прогноз по инфляции в 2012 г. составляет 7,2%, а официальные ожидания находятся в диапазоне 6–6,5%. Текущие уровни пока не противоречат даже официальному прогнозу, поэтому мы просто хотели бы отметить, что на обычных для ЦБ весах инфляции и риска для роста перевес в ближайшие месяцы, скорее всего, будет находиться на стороне инфляции, что не дает оснований ожидать снижения ставки рефинансирования в краткосрочной перспективе.

Что касается часто обсуждаемой сейчас темы бюджетного дефицита, по итогам 1 кв. 2012 г. он составил 121 млрд руб., то есть чуть менее 1% ВВП. Март был первым профицитным месяцем в текущем году, и в целом по году, учитывая более высокую, чем ожидалось, цену на нефть, правительство ожидает дефицита не более 1% ВВП.

Обменный курс рубля

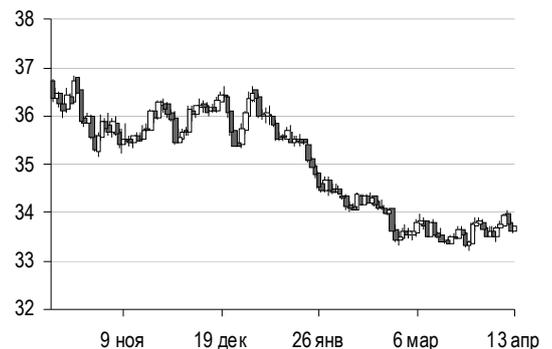
Неопределенность с ценой на нефть

По отношению к бивалютной корзине курс рубля весь март фактически простоял на месте, поскольку аналогично вела себя цена на нефть. Мы отмечаем, что отставание курса рубля от стоимости нефти, возникшее в сентябре-октябре прошлого года, сохраняется, однако на уровне 33,5 руб. за корзину последняя нашла очень хорошую поддержку. В результате любое движение нефтяных цен вниз приводит к довольно нервным продажам рубля, как это было, например, 28 марта.

Похоже, что для текущей конъюнктуры нефтяного рынка непосредственный апсайд рубля можно признать исчерпанным, однако в долгосрочной перспективе укрепление национальной валюты представляется наиболее вероятным сценарием, поскольку высокие цены на нефть сохраняют рекордно широким торговый профицит РФ, в то время как отток капитала будет сокращаться из-за ожидаемого нами роста склонности глобальных инвесторов к риску.

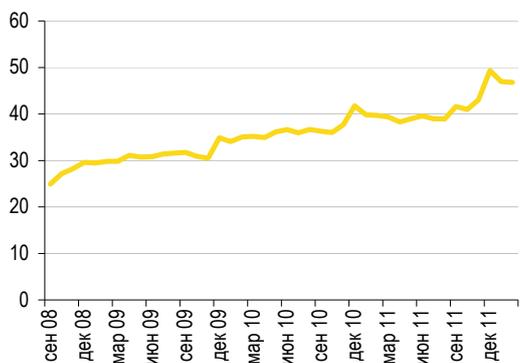
Напоминаем, что наш прогноз среднего курса доллара в 2012 г. составляет 29,8 руб./долл. при средней цене на нефть порядка 100 долл./барр. За прошедшую часть года средний курс составил пока 30,15 руб./долл.

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб./долл.



Источник: Росстат

Российский денежный рынок

ЦБ не меняет ставки

9 апреля состоялось очередное заседание совета директоров ЦБ по вопросу процентных ставок. Никаких изменений в денежной политике Банка России не произошло, чего вполне можно было ожидать. Регулятор отметил как низкий уровень инфляции в марте, так и риск роста инфляции в самое ближайшее время.

Что касается ставок денежного рынка, положение здесь неожиданно напряженное. Напомним, что в нашей стратегии на 2012 год мы писали, что в первой половине года на денежном рынке будет наблюдаться постепенное улучшение ситуации с ликвидностью, однако рынок останется зависимым от налоговых платежей, то есть мы будем наблюдать повышение коротких ставок во второй половине каждого месяца.

Действительно, именно такой рост ставок на фоне уплаты налогов мы наблюдали в конце марта, затем положение нормализовалось, однако уже 10 апреля ставка овернайт вновь превысила 5,5%, что характерно для ситуации недостатка короткой ликвидности. Банки продолжают активно пользоваться инструментами рефинансирования ЦБ, 3-месячная ставка Mosprime составляет сейчас 6,7% против 3,75–4,2% всего год назад.

С другой стороны, ЦБ наращивает покупки доллара на валютном рынке. В течение марта Банк России приобрел почти 4 млрд долл. против 2,6 млрд месяцем ранее. Согласно заявлениям сотрудников ЦБ, в апреле темп покупок сохраняется на мартовском уровне, составляя 100–150 млн долл. в день. Эти операции Банка России поддерживают уровень свободной ликвидности в финансовой системе, поэтому мы склонны рассматривать повышение ставок денежного рынка в конце первой декады апреля как исключение из правила, а не как новую реальность. Объяснение феномена, возможно, будет получено вместе с данными об апрельском объеме вывода капитала, однако в целом нам видится, что устойчиво высокая цена на нефть будет способствовать нормализации ситуации на денежном рынке в ближайшие месяцы.

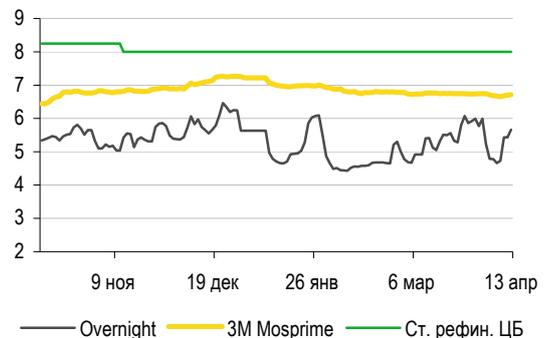
Напомним, что наш взгляд на ставки ЦБ заключается в том, что в среднесрочной перспективе у регулятора будет возможность возобновить их снижение. Для этого Банку России нужно будет убедиться, что ожидающееся в середине года повышение тарифов не вытолкнет инфляцию на недопустимо высокую траекторию. Соответственно, наш прогноз по ставке рефинансирования на конец года остается на уровне 7,5% против 8% сейчас.

Долгосрочные рублевые ставки

Смотрим в сторону более низких доходностей

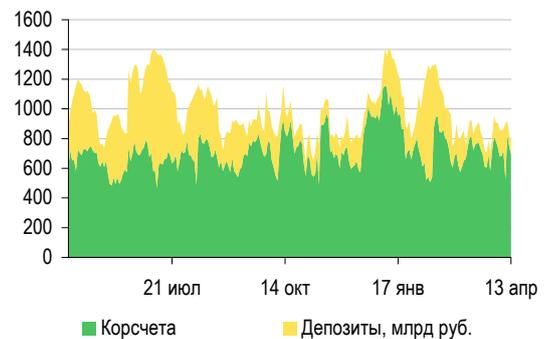
Как видно на графике справа, доходность 5-летних ОФЗ находится сейчас чуть выше отметки 7,5%. По историческим меркам это не много, но и не мало. Так, в 2010 г. минимум 5-летней рублевой ставки был зафиксирован на уровне 6,5%. Помимо этого, с точки зрения реальных ставок ситуация сейчас фактически беспрецедентная. Премия 5-летних ОФЗ к годовой инфляции едва не дотягивает до 400 б.п.

Ставки денежного рынка, %



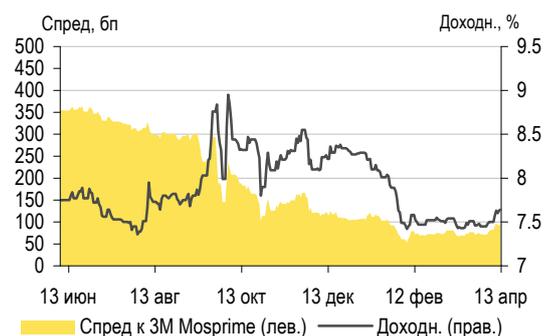
Источник: Росстат

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

ОФЗ 26206 (5 лет)



Источник: Bloomberg

Проблемой, однако, является малый наклон рублевой кривой. Как показывает тот же график, разница между доходностью 5-летних ОФЗ и 3-месячной ставкой Mosprime составляет сейчас всего 100 б.п. против 350 б.п. год назад. Таким образом, длинная дюрация не вознаграждается сейчас доходностью должным образом.

Ситуация в корпоративном сегменте в настоящее время немного иная: средняя доходность там составляет около 9% годовых, что приблизительно на 150 б.п. выше, чем в июле 2011 г., то есть до начала распродажи, начавшейся из-за снижения кредитного рейтинга США.

Суммируя сказанное, мы констатируем, что текущий уровень рублевой доходности выглядит привлекательно, однако из-за высоких ставок денежного рынка спрос на длинные бумаги, скорее всего, останется в ближайшее время ограниченным. Это означает, что расчет в краткосрочной перспективе должен строиться не на спекулятивном выигрыше, а на получении дохода в соответствии с ожидаемой доходностью бумаг к оферте/погашению. В средне- и долгосрочной перспективе мы видим доходности рублевых облигаций на более низких уровнях и рекомендуем инвесторам не избегать в этой связи длинных бумаг, поскольку именно они покажут наилучший результат в следующие 12 месяцев. Спрос на длинные инструменты будет возрастать по мере улучшения ситуации на денежном рынке, где наиболее вероятным сценарием будет постепенное снижение 3–6-месячных ставок на фоне аналогичной динамики ставки рефинансирования.

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012