

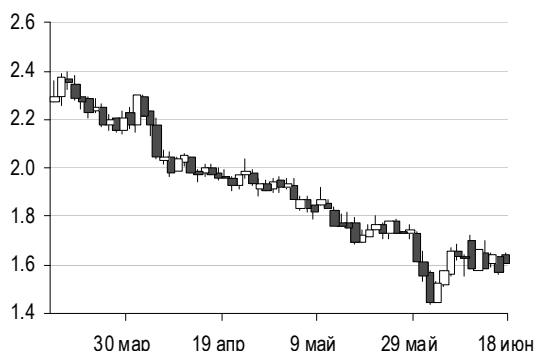
Казначейские облигации США

В июне многое может проясниться

Внешние рынки по-прежнему находятся под давлением, основным источником которого является отсутствие экономического роста в Европе и намечающееся торможение экономик США и Китая. Дополнительный негатив приносят долговые проблемы стран еврозоны, уже отправившие стоимость заимствований Испании и Италии к историческим максимумам. Ситуация достигла такого накала, что ответы на многие вопросы, по всей видимости, будут получены уже в этом месяце. Основные темы, формирующие повестку дня, следующие.

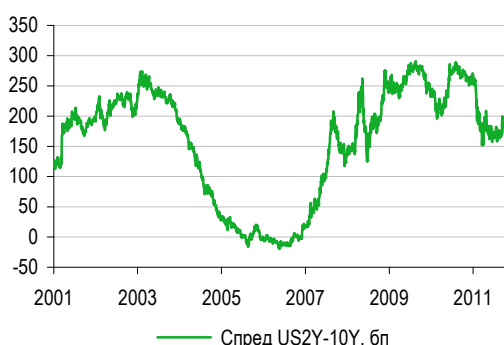
- **Создание правящей коалиции в Греции и дальнейшее развитие событий.** После состоявшихся в минувшее воскресенье выборов стало понятно, что Греция не будет в категорической форме отказываться от евро, однако на данный момент все еще не ясно, способна ли страна следовать политике бюджетной экономии в условиях относительно сильной валюты. Один из наиболее вероятных сценариев, к сожалению, предполагает возобновление через три-четыре месяца дискуссий на тему выхода Греции из еврозоны.
- **Механизм поддержки испанских банков, который предстоит выработать европейским властям.** Мы сильно сомневаемся, что 100 млрд евро, выделенных Евросоюзом на докапитализацию, хватит для нормализации их финансового положения. Кроме того, становится весьма вероятным, что испанскому бюджету в конечном счете потребуется полномасштабная прямая поддержка за счет средств Европейского фонда финансовой стабильности.
- **Заседание Комитета по открытым рынкам ФРС, намеченное на 20 июня.** Принимая во внимание истекающий в конце июня срок действия операции «Твист», заседание имеет особое значение – участники рынка ждут объявления о том, что придет на смену этой программе. Отсутствие какого-либо ее продолжения представляется маловероятным, так как ситуация на рынке труда США в последнее время далека от благополучной. По нашему мнению, Федеральный резерв выберет сценарий, предполагающий наименьшую волатильность на рынках, то есть, скорее всего, речь пойдет о продлении операции «Твист» в том или ином виде, например еще на полгода. За последние месяцы стало ясно, что увеличение балансов центральных банков мира, хотя и может оказаться неплохим подспорьем в борьбе с долговым кризисом, все же неспособно стимулировать экономический рост, поскольку обратной стороной денежной эмиссии является нежелательный рост цен на сырье. В США ситуация с суверенным долгом пока далека от критической, поэтому политика стимулирования американской экономики через сохранение доходностей на низком уровне в течение длительного времени выглядит оправданной.

10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

CDS-спред стран еврозоны, б.п.



Источник: Bloomberg

Одной из причин, заставлявших нас ожидать роста долларовых доходностей в текущем году, была сравнительно высокая базовая инфляция в США, однако начиная с мая по всему миру наблюдается тенденция к ослаблению инфляционного давления (по сравнению, например, с 1 кв.). Если ФРС 20 июня объявит о новом раунде программы «Твист», мы скорректируем наш прогноз доходности US10Y на конец года с 3,5% в меньшую сторону. В настоящий момент доходность US10Y составляет 1,6%.

Российский суверенный долг

Дешевизна налицо

Спред Russia'30 к US10Y остается на уровне 235–240 б.п. и выглядит явно чрезмерным для государства, суверенный долг которого приблизительно равен объему резервов его правительства. Еще раз отметим: ситуация, когда страховка от дефолта по российскому долгу стоит примерно на 100 б.п. дороже, чем по долговым обязательствам Бразилии и Мексики, представляется нам необоснованной с фундаментальной точки зрения. Отношение госдолга к ВВП у России по-прежнему ниже 10% против 30–40% у сопоставимых развивающихся стран. Безусловно, нельзя сбрасывать со счетов более высокую зависимость российского бюджета от нефтяной выручки, однако снижение темпов экономического роста в Мексике и Бразилии должно негативно отразиться на их бюджетах, в то время как повышенная волатильность курса рубля ослабляет корреляцию между бюджетными доходами РФ и ценой на нефть.

Как следствие, мы сохраняем наш прогноз спреда Russia'30 в конце 2012 г. на уровне 125 б.п., что с учетом нашего текущего прогноза доходности US10Y на конец года (3,5%) предполагает рост доходности российского бенчмарка к концу 2012 г. до 4,75% с нынешних 4%. В то же время весьма вероятно, как упоминалось ранее, понижение нашего прогноза доходности US10Y, что однозначно аргумент в пользу Russia'30. В итоге мы по-прежнему рекомендуем поддерживать вес этого выпуска (дюрация 5,4 года) на уровне выше рынка в портфеле облигаций развивающихся экономик и покупать Russia'42 (дюрация 15 лет) в случае продления действия программы «Твист» в США.

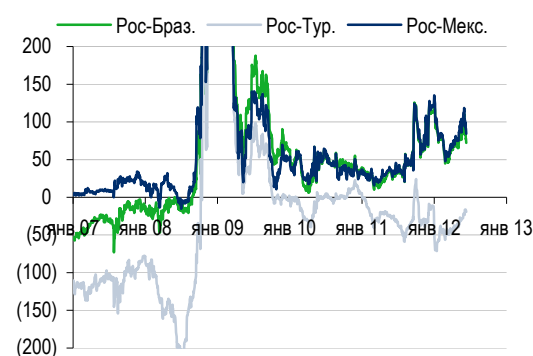
Макроэкономика

Экономический рост замедляется, бюджетные показатели остаются сильными

В апреле российский ВВП вырос на 3,7% год к году, тогда как в предыдущем месяце – на 3,9%. Учитывая неустойчивую динамику промышленного производства, мы полагаем, что российская экономика постепенно замедляет рост до прогнозируемых нами на 2012 г. 3,2% с 4%, отмеченных по итогам 1 кв.

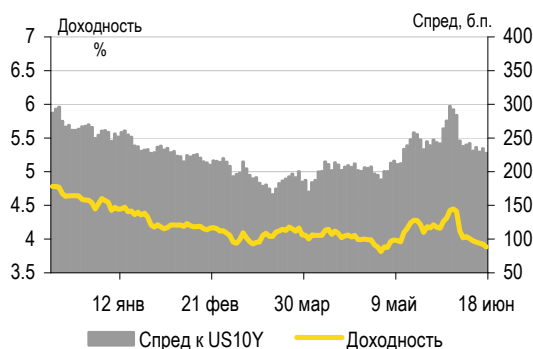
Вместе с тем инфляция остается невысокой: 3,6% год к году на конец мая. Укрепление рубля, имевшее место в прошлом месяце, в дальнейшем может оказать некоторое давление на потребительские цены, однако мы уверены, что такое давление будет минимальным. Напротив, основным катализатором инфляции в 3 кв. станет повышение с 1 июля регулируемых тарифов. С другой стороны, вполне вероятно, что мировая экономическая конъюнктура в 3 кв. по-прежнему будет сдерживать развитие инфляционных тенденций.

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



Источник: Bloomberg

Россия '30



Источник: Bloomberg

Недавно мы пересмотрели наш макроэкономический прогноз, снизив, в частности, прогноз по индексу потребительских цен на 2012 г. с 7,2% до 6,7%.

Финансовое положение государства остается прочным. За период с начала года по конец апреля профицит федерального бюджета составил 171 млрд руб., и, если до конца года существенных изменений в цене Urals не произойдет, баланс российского бюджета будет близок к нулевому. Согласно нашему прогнозу, при среднегодовой цене Urals 108 долл./барр. бюджетный дефицит в 2012 г. составит всего 0,4% ВВП (среднегодовая цена Urals сейчас находится на уровне 114 долл./барр.). При сбалансированном бюджете Минфину не придется непременно выходить на долговые рынки в ближайшие месяцы. В текущем году Россия заняла уже порядка 500 млрд руб. (с учетом размещения в марте новых долларовых евробондов на сумму 7 млрд долл.), что превышает объем необходимого рефинансирования в текущем году (402 млрд руб.).

Обменный курс рубля

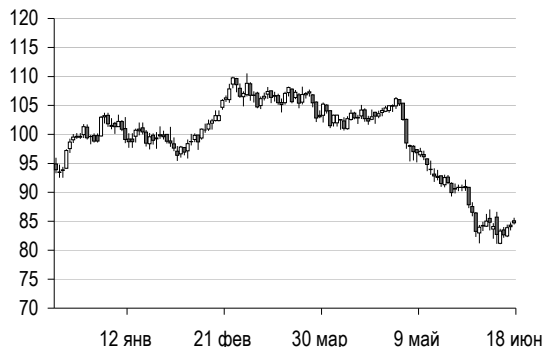
Дальнейшее ослабление рубля не будет столь же резким, как в мае

За май рубль подешевел примерно на 15% к доллару и на 10% к бивалютной корзине. Котировки Urals в указанный период снизились на те же 15%, опустившись до отметки, где они в последний раз находились в январе 2011 г. Границы коридора бивалютной корзины ЦБ по-прежнему составляют 32,15–38,15 руб., при этом в ходе майской распродажи рубль, оттолкнувшись от верхней границы диапазона, сместился в нижнюю его часть.

Стоит отметить, что ЦБ в последнее время стал достаточно интересно действовать на внутреннем валютном рынке. Согласно ежедневным данным об уровне ликвидности в банковской системе, в период с 1 по 17 мая Банк России продал (!) 61,7 млрд руб. (купил 2,1 млрд долл.). Напомним, что тогда же Urals резко подешевела – со 117 до 106 долл./барр., и рубль действительно показал некоторую тенденцию к снижению курса, однако снижение это было далеко не столь масштабным, как во второй половине мая. Иными словами, ЦБ в первой половине мая активно толкал рубль вниз. Когда падение нефтяных цен продолжилось и поставившие на рубль спекулянты увидели, что ЦБ находится на их стороне, продажи рубля во второй половине мая выглядели скорее как паника. Между 18 и 25 мая ЦБ не предпринимал никаких действий, приступив к продаже валюты лишь 26 мая. К концу месяца, когда стоимость бивалютной корзины достигла 37 руб., приблизившись к верхней границе (38,15 руб.) валютного коридора, ЦБ начал более активно поддерживать рубль, купив на рынке 40,6 млрд руб. (продав 1,23 млрд долл.) с 24 мая по 14 июня, что, впрочем, уступает сумме, потраченной на покупку иностранной валюты в первой половине мая. По сути, ЦБ удалось, во-первых, увеличить размер международных резервов в период распродажи рубля и, во-вторых, зафиксировать хорошую прибыль от своих валютных операций.

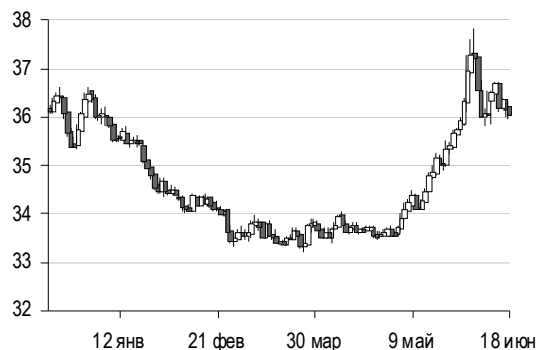
Что это означает для рубля? На наш взгляд, несмотря на то что постепенное расширение границ допустимых колебаний бивалютной корзины повышает его волатильность, российскую валюту все же нельзя назвать свободно плавающей даже в рамках указанного коридора. На фоне падающих нефтяных цен ослабление рубля

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

смягчает негативные последствия для торгового баланса и в то же время позволяет Минфину выигрывать за счет положительной переоценки долларовых поступлений, учитывая, что львиная доля бюджетных доходов России формируется за счет экспорта сырья. Таким образом, управление валютным курсом остается одним из инструментов, при помощи которого правительство (совместно с ЦБ), решает задачи экономического регулирования в нефtezависимой экономике. Все, в том числе недавнее снижение ставки ЦБ по долларoвым свопам, свидетельствует в пользу этой точки зрения. В конце прошлой недели ставка по долларoвым свопам была понижена с 8% до 6,5%, что удешевляет краткосрочное рублевое фондирование для участников рынка, имеющих долларoвые позиции, которые используются в качестве обеспечения по таким сделкам. Таким образом, ЦБ сейчас отдает предпочтение слабому рублю.

Наличие диапазона стоимости валютной корзины в данной ситуации обуславливает двухпозиционную динамику курса рубля. Когда нефть дорогая, рубль торгуется вблизи верхней границы диапазона (укрепление рубля сдерживается), когда же цена на нефть падает, локальная валюта быстро достигает нижней границы. Это предполагает некоторые позитивные практические выводы. Если концепция диапазона работает, вероятность выхода курса рубля из него представляется низкой, то есть если цена на нефть продолжит падать, движение рублевой стоимости бивалютной корзины выше уровня 38,15 руб. будет сильно осложнено интервенциями Центробанка. Безусловно, диапазон тоже может быть сдвинут, однако сейчас мы можем с уверенностью говорить о том, что при цене на нефть Urals, находящейся в пределах 90–100 долл./барр., большая часть потенциала ослабления рубля уже реализована, и риски повышения курса представляются сейчас выше, чем риски снижения, поскольку бивалютная корзина торгуется в верхней половине своего диапазона.

Подытоживая, отметим: в мае ЦБ продемонстрировал, что усиление волатильности рубля может служить эффективным инструментом балансирования бюджета и достижения большей устойчивости экономики к резким изменениям цены на нефть. К сожалению, ничто не обходится даром, и манипулирование курсом ослабляет позиции рубля в качестве резервной валюты.

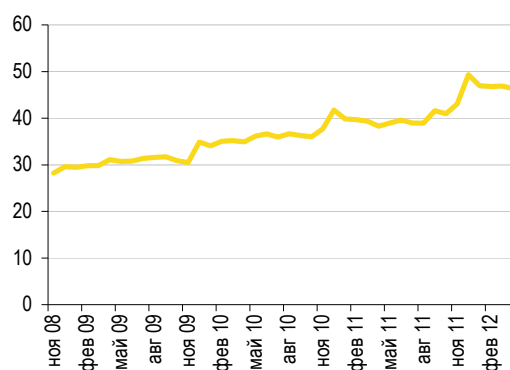
Российский денежный рынок

Ощутимая нехватка ликвидности

В России начался очередной период налоговых выплат. В результате ставки однодневных кредитов вернулись в диапазон 6–7% против 5,75% в начале июня. В банковской системе по-прежнему наблюдается явная нехватка ликвидности.

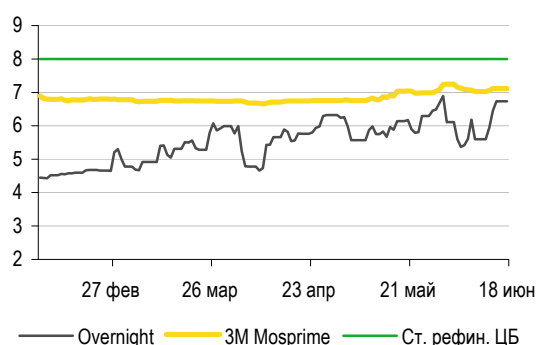
Балансовые показатели российской банковской системы за май пока не обнародованы, однако в апреле объемы кредитования вновь росли быстрее, чем объемы привлечения депозитов. Если в качестве точки отсчета взять начало 2010 г., то к концу апреля 2012 г. кредитов выдано было приблизительно на 1 трлн руб. больше, чем привлечено клиентских средств. Интересно, что эта разница точно совпадает с недельным лимитом, установленным Центробанком по операциям 7-дневного РЕПО. Общий объем задолженности российских банков перед ЦБ на конец апреля составлял 1,83 трлн руб., или 5% совокупных активов, что на 4% выше мартовского уровня.

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб./долл.



Источник: ЦБР

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

Что касается второй половины нынешнего года, то мы видим два фактора потенциального улучшения ситуации на денежном рынке. Во-первых, вполне логичным было бы ожидать существенного замедления роста кредитных портфелей. После активного 2011 г., когда банковская система выросла на 30%, многие банки начали испытывать нехватку капитала. Во-вторых, умеренная инфляция и медленный рост экономики должны позволить ЦБ снизить ставку рефинансирования на 50 б.п. до 7,5% к концу года (согласно нашему прогнозу).

Кроме того, Банк России продолжает усиливать механизмы рефинансирования. В конце прошлой недели регулятор включил в ломбардный список новые облигации на сумму 202 млрд руб., увеличив тем самым объем потенциального обеспечения для банков приблизительно на 160 млрд руб. (с учетом дисконта).

Понятно, что улучшение ситуации на денежном рынке станет возможным в России только при снижении глобальной напряженности. Тем не менее, поскольку наш базовый сценарий не предполагает распада еврозоны, мы ожидаем, что к концу года рублевые ставки по однодневным кредитам будут находиться в диапазоне 4,50–4,75%.

Долгосрочные рублевые ставки

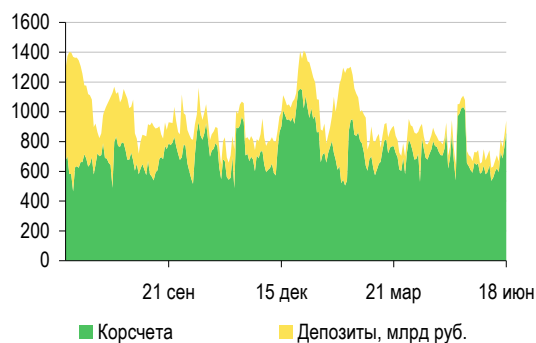
Внутренний рынок привлекателен, но не многие обращают на это внимание

Торговая ликвидность на рынке рублевых облигаций значительно снизилась: средний спред bid-ask в корпоративном сегменте, который мы используем для оценки торговых условий, расширился до 75 б.п. с лишь 30 б.п. на 20 апреля. Соответственно сократились и объемы торгов. Таким образом, участники рынка заняли оборонительные позиции и фактически не предпринимают каких-либо действий.

Мы разделяем опасения по поводу возможного дальнейшего ухудшения конъюнктуры на мировых рынках, в то же время это не мешает нам видеть, что рублевый рынок предлагает сейчас очень хорошие возможности: реальная процентная ставка на дальнем конце кривой ОФЗ достигает 5% – такого в истории еще не было. Безусловно, к концу года инфляция будет выше (наш прогноз – 6,7%), однако даже тогда реальная ставка останется положительной. Судя по всему, Центробанк всерьез занялся инфляционным таргетированием, поэтому, учитывая достаточно скромные прогнозы роста мировой экономики, в дальнейшем инфляция в России будет находиться в пределах 5–7%, что создает весьма устойчивую базу для кривой ОФЗ.

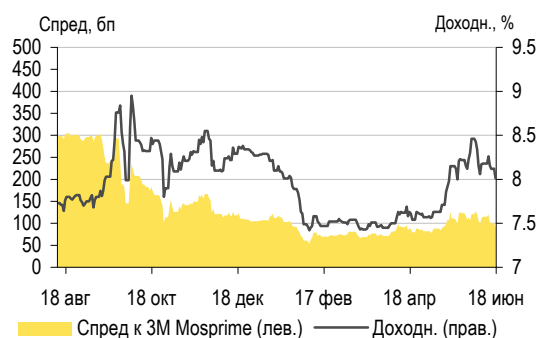
Когда же участники рынка могут начать покупку длинных бумаг? Прежде всего, они должны быть уверены, что потенциал роста облигаций по крайней мере не ниже потенциала их снижения. В этом заключается самая большая проблема: многие из нас помнят, как доходности ОФЗ подскочили до 14% в 2008 г. после банкротства Lehman. Наш прогноз доходности пятилетних ОФЗ на конец года составляет 7,25% против нынешних 8,15%, то есть в сравнении с почти бесконечным потенциалом роста потенциал снижения доходности на 90 б.п. при позитивном сценарии выглядит не слишком убедительно. Кроме того, наклон кривой ОФЗ, то есть разница в доходности на коротком (мы используем ставку Mosprime по трехмесячным кредитам) и длинном (пять лет) концах кривой,

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

ОФЗ 26206 (пять лет)



Источник: Bloomberg, ММБ

сейчас едва достигает 100 б.п. Это означает, что рыночный риск сейчас недостаточно компенсируется доходностью.

Отсюда вывод: нам нужна более благоприятная мировая конъюнктура и лучшие условия на денежном рынке. Что касается последнего, то в предыдущем разделе мы отметили, что в рамках базового сценария к концу года мы ожидаем снижения краткосрочных ставок. Относительно глобального риска напомним, что в начале этого выпуска «Компаса» мы пообещали читателям, что июнь даст нам ответы на многие вопросы, волнующие нас сегодня.

Кстати, что касается России. Все обычно считают, что любое серьезное событие мирового значения, сопоставимое по масштабу с банкротством Lehman, будет иметь катастрофические последствия для российской финансовой системы. Между тем, во многих отношениях отечественная экономика сейчас более устойчива, чем в 2008 г. Напомним, что в тот кризис мы вступили с темпами роста ВВП, составлявшими почти 8%, и с инфляцией на середину 2008 г. на уровне 15%. Кроме того, во втором полугодии 2008 г. произошли резкие изменения в счете движения капитала: значительный приток сменился оттоком в 4 кв. в размере 140 млрд долл. Сейчас же темпы роста экономики довольно умеренные, инфляция небольшая, и мы уже привыкли к бегству капитала – таким образом, никаких признаков перегретости российской экономики не наблюдается. В то же время отношение российского госдолга к ВВП еще не достигло 10%, правительственные резервы (средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) примерно соответствуют по размерам совокупному долгу правительства (без учета гарантий), а резервы ЦБ (512 млрд долл.) близки к объему суммарного внешнего долга России (545 млрд долл.).

Далее вопрос следующий: как можно сокрушить эту систему? У нас есть два возможных ответа: безответственная фискальная политика и низкие цены на нефть. В отношении первого мы хотели бы отметить, что финансовая стабильность была краеугольным камнем политики правительства на протяжении последних 12 лет. На наш взгляд, подход российский властей принципиально не изменился, несмотря на использование ряда стимулирующих фискальных мер в последние три года. Что же касается цен на нефть, то недавно мы попытались просчитать последствия следующего сценария: средняя цена на нефть Urals снижается до 80 долл./барр. в 3 кв. и до 60 долл./барр. в 4 кв. Согласно нашей модели в этих условиях рост российского ВВП в 2012 г. составит 1%, инфляция достигнет 7,4%, а бюджетный дефицит окажется на уровне 2% ВВП. Напомним, что в конце 2011 г. резервы правительства составляли около 9% ВВП.

В заключение мы можем сказать, что в настоящее время рыночный риск для рублевых облигаций имеет меньший масштаб, чем валютный. Если обязательства инвестора являются краткосрочными, то имеет смысл подождать, пока ситуация в Европе проявится, используя возможности, имеющиеся на коротком конце кривой. В то же время, если смотреть с позиции инвесторов с длинными деньгами (пенсионные фонды и пр.), то рынок рублевых облигаций привлекателен уже сейчас.

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 Мырסיкова, myrsikovanv@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

Электроэнергетика

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

Стратегия

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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 Слипченко, 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, degtyarevm@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
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрug, 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