

EUROCLEAR ПРИДЕТ В РОССИЮ В НЫНЕШНЕМ ГОДУ

Мы видим значительный потенциал роста котировок долгосрочных ОФЗ

ФСФР открывает для Euroclear на российский рынок. В четверг на прошлой неделе Федеральная служба по финансовым рынкам разместила на своем веб-сайте проект приказа, содержащий перечень иностранных депозитариев, которым будет разрешено открывать счета номинального держателя в российском Центральном депозитарии. В этот перечень вошли, в частности, Euroclear и Clearstream. В соответствии с комментариями ФСФР, на первом этапе Euroclear сможет держать на своих счетах лишь государственные и муниципальные бумаги, однако предоставление зарубежным депозитариям доступа к корпоративным облигациям и акциям остается в планах.

Центрального депозитария пока не существует... Euroclear и Clearstream должны будут открывать счета в организации, которая де-юре пока не создана. Очевидно, что существующий сейчас НРД в конечном счете получит функции Центрального депозитария РФ, однако на реализацию этого технического решения требуется больше времени, чем ожидалось. Недавно «Ведомости» писали, что Центральный депозитарий получит аккредитацию не ранее 2 июля, хотя изначально планировалось, что это произойдет до 1 июня.

...но появление Euroclear в России в 2012 г. – уже почти решенный вопрос. Похоже, в непростые для финансовых властей любой страны времена стремление расширить базу инвесторов ОФЗ оказалось в глазах Минфина весомее желания ММВБ сохранить свой статус единственной площадки для торговли рублевыми бумагами. Появление Euroclear на российском рынке, вероятно, сделает рубль популярнее в мире, однако инфраструктуре российского рынка предстоит подстроиться под присутствие столь крупного иностранного конкурента.

Большой шаг вперед для российского рынка. Возможность доступа к российскому рынку через Euroclear в сочетании с отсутствием с 2006 г. в России ограничений, связанных с движением капитала, существенно расширяет круг потенциальных участников локального рынка облигаций. Разумеется, валютный риск, тесно связанный с ценой на нефть, ограничивает иностранный спрос на рубль, однако чем активнее ЦБ РФ будет продвигаться к инфляционному таргетированию (на что мы надеемся), тем больше иностранные инвесторы будут заинтересованы в валюте с относительно свободно плавающим курсом, который не целиком зависит, например, от курса евро. Российские процентные ставки, которые по-прежнему весьма высоки в сравнении со ставками на развитых рынках, – это еще один фактор, благодаря которому локальные гособлигации РФ заслуживают внимания со стороны нерезидентов.

Очевидный потенциал роста в ближайшие 12 месяцев. Пока неизвестно точно, когда именно Euroclear получит доступ к ОФЗ. Поэтому в конечном итоге процесс прихода новых инвесторов на локальный рынок может занять много месяцев. Тем не менее, поскольку принципиальное решение принято, вполне можно утверждать, что позитивный эффект от увеличения спроса (по крайней мере, от его первой волны) отразится в ценах ОФЗ в ближайшие 12 месяцев. Таким образом, можно говорить о хорошем потенциале роста котировок ОФЗ в среднесрочной перспективе.

Снижение рублевых ставок к концу года

Прогноз УРАЛСИБа			
	2010	2011	2012П
Долл.			
Доходность US 10Y, %	2,9	1,88	2,25
Доходность Russia'30, %	4,7	4,57	3,5
Спред Russia'30, бп	180	270	125
Руб.			
Ставка рефинансирования	7,75	8	7,5
Овернайт, %	3,25	5	4,5-4,75
Доходн. 5-летних ОФЗ, %	7,25	8,15	7,25
Полный рыночный доход (руб.)			
Сегмент ОФЗ, %	10,4	5,6	10,0
Корпоративные облигации, %	14,9	7,3	12,0

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

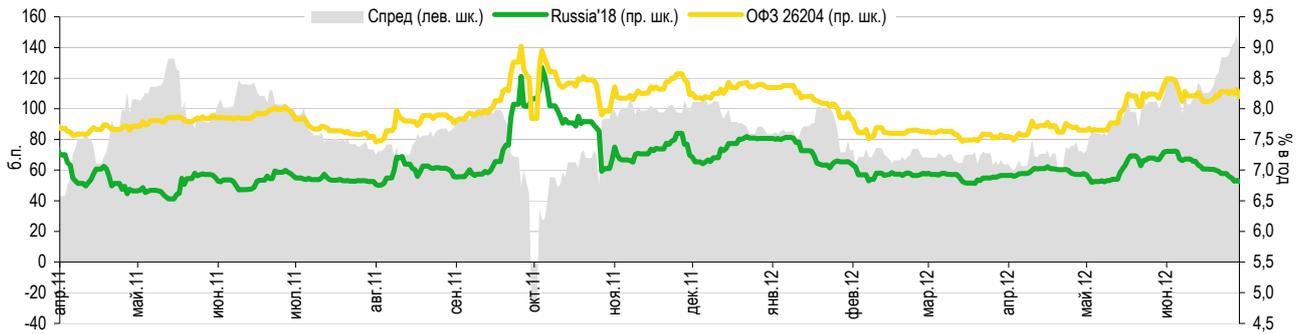
В 3 кв. 2012 г. Минфин предложит ОФЗ на сумму 287 млрд руб.

Предварительный график аукционов ОФЗ			
Дата аукциона	Выпуск	Дата погашения	Объем, млрд руб.
04.07.12	ОФЗ 26205	14.04.21	17
11.07.12	ОФЗ 26207	03.02.27	15
11.07.12	ОФЗ 25080	19.04.17	20
18.07.12	ОФЗ 26208	27.02.19	15
25.07.12	ОФЗ 25080	19.04.17	15
Июль			
01.08.12	ОФЗ 26207	03.02.27	15
01.08.12	ОФЗ 25080	19.04.17	35
08.08.12	Новый	10-летний	15
15.08.12	ОФЗ 26208	27.02.19	15
22.08.12	ОФЗ 25080	19.04.17	15
29.08.12	ОФЗ 26208	27.02.19	15
Август			
05.09.12	Новый	10-летний	25
12.09.12	ОФЗ 26208	27.02.19	20
19.09.12	ОФЗ 26207	03.02.27	25
26.09.12	ОФЗ 25080	19.04.17	25
Сентябрь			
3 кв.			287

Источники: Минфин

150 б.п. слишком много для разницы в предложении и юрисдикции

Доходность ОФЗ 26204 (с погашением в 2018 г.), рублевых еврооблигаций Russia'18 и спред между ними



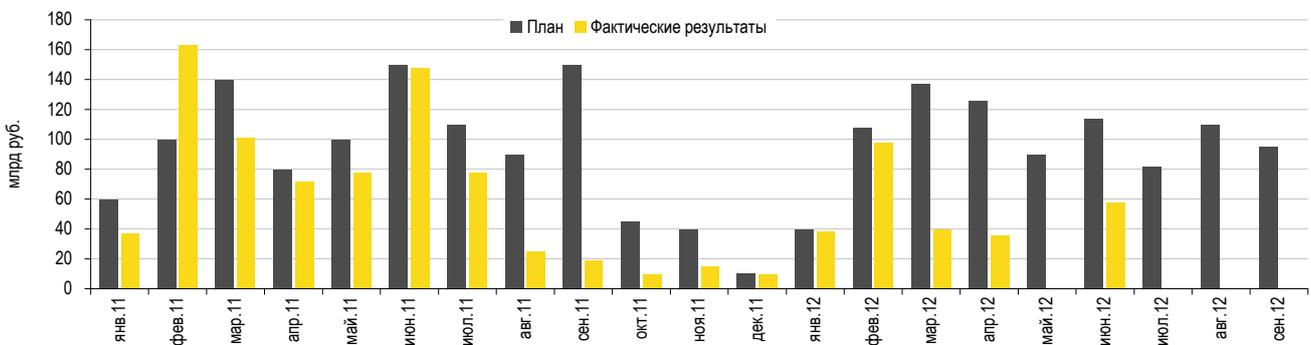
Источники: ММВБ, Bloomberg

Премия внутреннего рынка на историческом максимуме. На графике выше показан спред между ОФЗ 26204 с погашением в 2018 г. и Russia'18 – выпуском российских рублевых еврооблигаций, размещенных в 2011 г. Из графика видно, что премия, уплачиваемая инвесторами на внутреннем рынке за ОФЗ по отношению к евробонду, расчеты по которому осуществляются через Euroclear, в настоящий момент составляет почти 150 б.п., то есть находится на историческом максимуме. Понятно, что одна из причин такой дороговизны Russia'18 – отсутствие достаточного предложения бумаг, доступных через Euroclear, контрастом чему является быстрорастущий рынок ОФЗ. Кроме того, Russia'18 выпускается в соответствии с международным правом, в то время как ОФЗ регулируются российским законодательством. Однако разница в объемах предложения и юрисдикции была всегда, между тем среднеисторическое значение спреда составляет 85 б.п., а это почти вдвое меньше, чем сейчас. Таким образом, наличие определенной премии, вероятно, все же обоснованно, однако ее справедливая величина, по нашей оценке, равна 50 б.п.

Объемы предложения на первичном рынке соответствуют среднеисторическим значениям. Согласно предварительному графику аукционов Минфина на 3 кв. 2012 г., опубликованному в пятницу (см. таблицу на стр. 1), в июле планируется разместить новые ОФЗ на общую сумму 82 млрд руб., в августе – на 110 млрд руб., а в сентябре – на 95 млрд руб. Таким образом, по итогам квартала ведомство намерено продать бумаг на 287 млрд руб. против 330 млрд руб., запланированных на 2 кв. 2012 г., и 350 млрд руб., предложенных рынку в 3 кв. 2011 г. Из этого следует, что объем предложения новых ОФЗ в июле–сентябре 2012 г. может быть даже ниже, чем ожидалось, а значит, Минфин понимает сложность текущей ситуации и стремится избежать формирования избытка госбумаг на рынке. Что касается отдельных выпусков, основное внимание министерство продолжает уделять длинным размещениям, учитывая отсутствие в графике бумаг со сроком обращения менее пяти лет.

Последнее время Минфину не удалось размещать запланируемые объемы бумаг вследствие ухудшения рыночной конъюнктуры в мае

Запланированные Минфином объемы размещения ОФЗ и фактические результаты



Источники: Минфин

Вопрос бюджетного дефицита вновь на повестке дня. Мы уже неоднократно отмечали, что Минфин в 2012 г., скорее всего, сохранит гибкость в управлении долгом при условии, что фактическая цена нефти не будет сильно отличаться от официального прогноза. На фоне негативной динамики сырьевых рынков правительство вернулось к рассмотрению вопроса об антикризисных мерах, который, по сути, сводится к поиску решения проблемы потенциального дефицита бюджета во 2 п/г 2012 г. в связи с падением нефтяных цен. Напомним, что официальный прогноз предполагает сбалансированный бюджет по итогам года при средней цене нефти Urals 115 долл./барр. На данный момент среднегодовая цена Urals составляет 112 долл./барр., и правительство готово принять пессимистический сценарий (при котором сред-

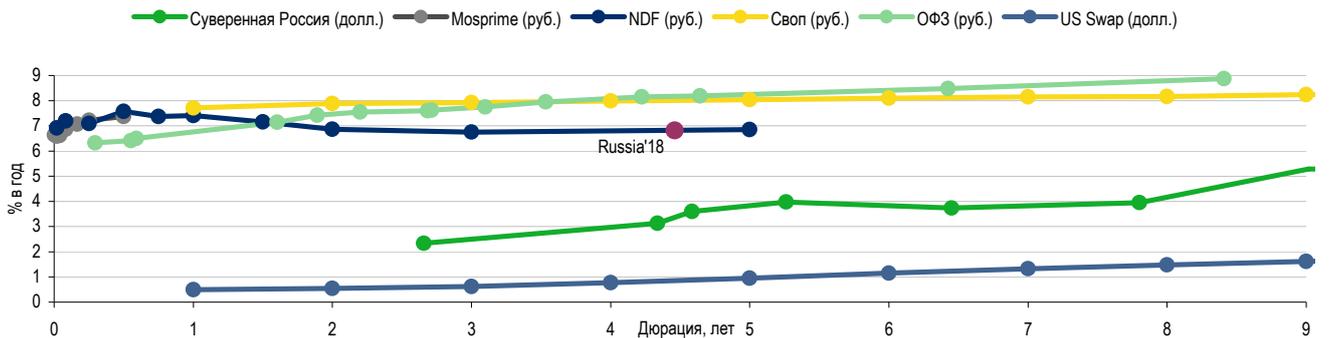
Euroclear придет в Россию в нынешнем году

няя цена нефти к концу года падает до 100 долл./барр.) в качестве основного варианта развития событий, исходя из которого бюджетный дефицит увеличивается до 850 млрд руб., или порядка 1,5% ВВП. Этот вариант не несет в себе угрозы для финансовой устойчивости государства, поскольку в 1 п/г Минфин разместил около 510 млрд руб. в виде новых займов при объеме необходимого рефинансирования в текущем году 402 млрд руб. Даже если облигационный рынок во 2 п/г будет полностью закрыт для новых заимствований, бюджетный дефицит может быть профинансирован за счет 1,05 трлн руб., поступивших в Резервный фонд в 2011 г. На текущий момент размер фонда составляет 1,95 трлн руб, или приблизительно 3,5% ВВП. Как следствие, предметом основных дискуссий станет бюджет на 2013 г., который будет составляться в сентябре. В оглашенном на прошлой неделе бюджетном послании президент Владимир Путин заявил, что бюджет следующего года уже будет верстаться исходя из бюджетного правила, основанного на средней цене нефти за предыдущие пять лет. Сейчас это среднее составляет 87 долл./барр. и, несмотря на вероятность повышения в дальнейшем, вряд ли достигнет уровня, заложенного в бюджет-2012. В этой связи главным вопросом станет готовность правительства пойти на сокращение некоторых расходов, предусмотренных проектом бюджета на 2013 г., разработанным в апреле. Как упоминалось выше, в сентябре у нас будет намного больше информации по этой теме.

Наш прогноз доходности пятилетних ОФЗ на конец 2012 г. – 7,25%. Впервые мы высказали это предположение в ноябре 2011 г., а впоследствии подтвердили его в опубликованной в мае стратегии на 2 п/г 2012 г. На пятилетней точке кривой доходность ОФЗ сейчас равна 8,2%, таким образом, наш прогноз предполагает потенциал роста длинных ОФЗ, соответствующий снижению рыночной доходности почти на 100 б.п. В свете этого мы отдаем предпочтение длинной дюрации и рекомендуем покупать ликвидные бумаги вдоль дальней половины кривой (серии 26206, 26204, 26208, 26205 и 26207). Кроме того, начиная примерно с четырехлетней дюрации (см. график ниже) кривая ОФЗ сохраняет положительный спред к рублевым свопам, что также свидетельствует об относительной дешевизне локальных бумаг.

Russia'18 находится точно на кривой NDF

Основные кривые процентных 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

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, kondratievsv@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

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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

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

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 2012