

Казначейские облигации США

«Твист» ограничивает доходность

Решение Комитета по открытым рынкам от 21 сентября о переносе 400 млрд долл. средств ФРС из коротких в длинные облигации Казначейства к моменту заседания FOMC ожидалось, однако на мировые рынки оно неожиданно подействовало негативно. Причина заключалась в основном в пресс-релизе, в котором ФРС предупредила инвесторов о «значительных рисках для экономического роста», что послужило поводом для усиления продаж рискованных активов, продолжающихся и по сей день.

Понятно, что на самом деле ФРС не сообщила ничего неожиданного, просто существенное замедление экономического роста становится реальностью, а это сопряжено с дополнительными рисками для экономик, обремененных долгом, и в первую очередь, конечно, увеличивает вероятные потери кредиторов Греции. Между тем условием предоставления помощи этой стране со стороны Евросоюза является выполнение правительством Греции жесткой программы бюджетной экономии, что, в свою очередь, крайне сложно при торможении мировой экономики.

Как было заявлено, у Греции достаточно средств для выполнения бюджетных обязательств до середины ноября, то есть октябрьское погашение двух выпусков облигаций на общую сумму 3,6 млрд евро страна сможет осуществить без привлечения очередного транша помощи в размере 8 млрд евро, ставшего предметом острой дискуссии. Дискуссия все еще продолжается, но мы считаем, что транш обязательно будет предоставлен. Это необходимо для создания нормального рыночного фона при намеченной реструктуризации греческого долга, которая, как считают многие экономисты, может принести кредиторам убытки в размере до 50% вложенных средств.

Поскольку основными держателями долга периферийных стран еврозоны являются крупные европейские банки, их устойчивость также оказалась в последнее время в центре внимания. Появились оценки, согласно которым докапитализация банков Евросоюза после урегулирования долговых проблем Греции и Португалии может стоить до 200 млрд евро, однако эта сумма представляется нам вполне подъемной для группы стран-доноров. Что же касается Италии и Испании, экономика которых фундаментально гораздо сильнее, курс, по всей видимости, взят на борьбу с рыночным давлением на котировки их облигаций за счет покупок последних на баланс ЕЦБ.

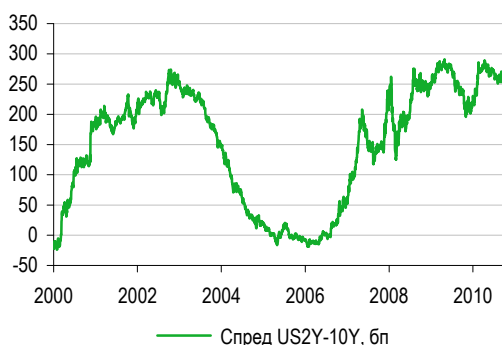
В итоге европейская долговая проблема, которая не дает расти ценам на рискованные активы во всем мире, в последнее время перестала быть источником особенно негативных новостей, что может помочь глобальным рынкам постепенно нащупать почву под ногами. Нам представляется наиболее вероятным, что до конца года рынок не увидит в еврозоне катастрофических кредитных событий, да и в среднесрочной перспективе они совсем не выглядят неизбежными, поскольку у Евросоюза остается достаточно средств для борьбы с

10-летние Treasuries



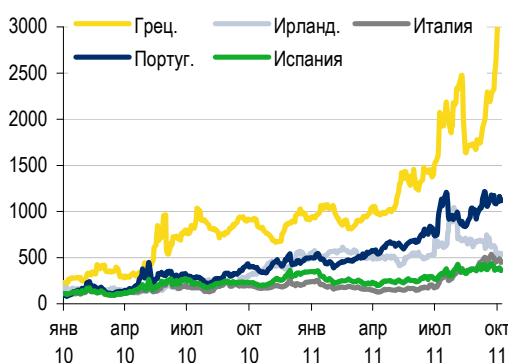
Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

CDS-спред стран Еврозоны, бп



Источник: Bloomberg

непосредственными угрозами. В среднем еврозона меньше обременена долгом, чем, например, США, поэтому вопрос заключается лишь в способности Европы оперативно и адекватно реагировать на возникающие вызовы. Судя по всему, у Германии и Франции есть договоренность об основных мерах поддержки банковской системы, однако подробная информация об этом пока не публикуется. Ясность должна наступить перед началом саммита G20 в Каннах, намеченного на 3–4 ноября нынешнего года. Как мы уже отмечали, у Греции как раз достаточно собственных средств, чтобы продержаться до этого времени, поэтому основных новостей о путях преодоления европейского долгового кризиса стоит ожидать именно к концу октября.

Вернемся к Treasuries: доходность 10-летних бумаг находилась в последнее время в полосе консолидации 1,7–2% годовых, и нижняя граница этого диапазона кажется нам сейчас непреодолимой. Соответственно, любое улучшение ситуации должно в среднесрочной перспективе вести к росту доходности Treasuries на длинном конце, однако в отсутствие перспектив роста ставки ФРС в 2012 г. потенциал такого движения также будет ограниченным. Тем не менее с точки зрения наклона долларовой кривой спред в размере 250 б.п. между двух- и 10-летними бумагами представляется нам вполне обоснованным в условиях растущей инфляции, поэтому уровень доходности 2,5–2,75% выглядит вполне достижимым к концу 2011 г.

Russia'30

Наш прогноз почти сбывся

Из-за активных продаж доходность Russia'30 достигла 4 октября уровня 5,5%, а в ходе торгов этого дня и превышала его. Напомним, что эта отметка являлась нашим прогнозом по Russia'30 на конец года, однако справедливости ради следует добавить, что достижения ее мы ожидали по совершенно противоположным причинам – за счет роста доходности Treasuries на фоне сужения суверенного спреда.

В настоящий момент спред Russia'30 к US10Y равен 300 б.п., доходность чуть превышает 5%. Если опираться на CDS-спреды, то сейчас российский суверенный риск котируется на 100 б.п. шире, чем долг Бразилии и Мексики, при том что рейтинги у нас одинаковые, а долговая нагрузка правительства РФ несоизмеримо ниже.

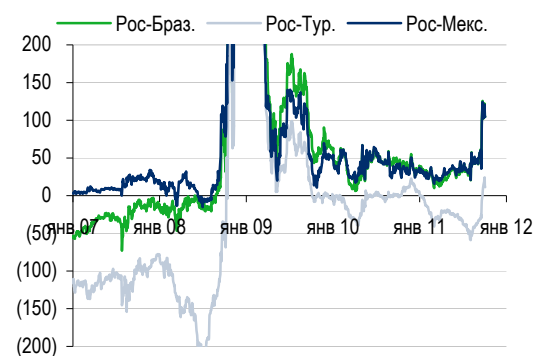
Соответственно, нам кажется, что потенциал сжатия российского спреда в настоящий момент существенно превосходит потенциал роста доходности Treasuries, что позволяет рекомендовать всю суверенную кривую РФ к покупке как с абсолютной точки зрения (ценового роста), так и относительно аналогичного долга других развивающихся рынков. Если, как мы предполагаем, внешний фон до конца года будет постепенно успокаиваться, наиболее вероятным диапазоном доходности Russia'30 на конец декабря будет 4–4,5%.

Макроэкономика

Бюджет устойчив, инфляция снижается

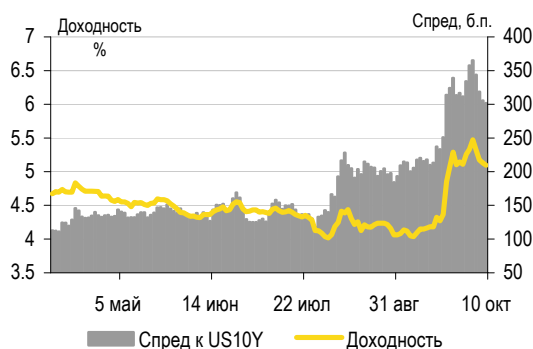
По итогам сентября показатель накопленной за год инфляции не изменился, оставшись на уровне 4,7%, что предполагает рост потребительских цен на 7,2% год к году. Это значение – пока не абсолютный минимум (годовая инфляция на уровне 5,5% была

Спред РФ к аналогам, 5-летние CDS, бп



Источник: Bloomberg

Россия '30



Источник: Bloomberg

зафиксирована в июле 2010 г.), однако инфляция продолжает замедляться. В последнее время на фоне удешевления рубля ЦБ предупреждал о невозможности сохранения нулевой недельной инфляции в октябре–декабре, однако официальный прогноз 6,5–7% остается достижимым.

Согласно предварительной оценке, профицит бюджета РФ, накопленный за январь–сентябрь, достиг 1,089 трлн руб. против 759 млрд руб. месяцем ранее. Такой запас доходов практически гарантирует правительству бездефицитный бюджет по итогам 2011 г., поскольку годом ранее объем дополнительных расходов в декабре как раз достиг приблизительно 1 трлн руб.

Минфин проведет 11 октября аукцион по размещению временно свободных бюджетных средств объемом 115 млрд руб. на депозитах банков с погашением 25 января 2012 г. В последнее время государственные средства вновь стали для российских банков весьма существенным источником ликвидности, и в настоящий момент в банковской системе размещено 1,062 трлн руб. депозитов Минфина с погашением до 1 февраля 2012 г. Проблема заключается в том, что, если министерство, как запланировано, перечислит 1 трлн руб. в Резервный фонд до конца января следующего года, основную часть средств с банковских депозитов придется изъять. Мы допускаем, что Минфин сможет как-то обойти это требование, заменив часть имеющихся депозитов вкладами с погашением после 1 февраля, однако пока объем таких депозитов составляет лишь 30 млрд руб.

Если же говорить о ситуации с государственными финансами в целом, то она пока не вызывает беспокойства. Устойчивая цена на нефть марки Urals при подешевевшем рубле дает правительству хорошие дополнительные доходы, так что по итогам 2011 г. страна может получить даже некоторый бюджетный профицит. Что касается бюджета 2012 г., он будет больше зависеть от цены на нефть, поскольку рассчитывается на основе средней цены 100 долл./барр. с дефицитом порядка 1,5% ВВП. Соответственно, если в следующем году цена на нефть составит 90 долл./барр., дефицит достигнет 2,5% ВВП. Однако при вступлении в новый год с учетом упомянутого увеличения Резервного фонда правительство будет располагать порядка 4,6 трлн руб. резервов (вместе с Фондом национального благосостояния), а это превышает сумму 4 трлн руб., привлеченную из резервов для поддержки экономики в 2008–2009 гг.

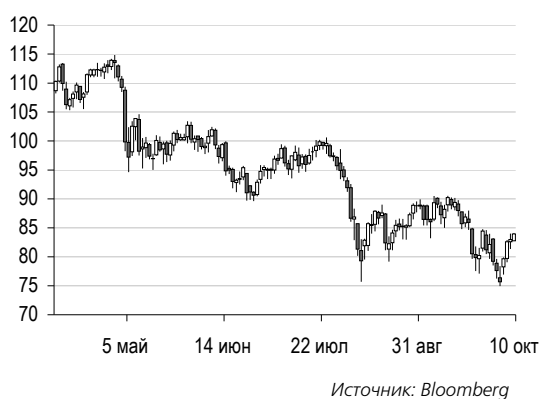
Обменный курс рубля

Национальная валюта все еще дешева

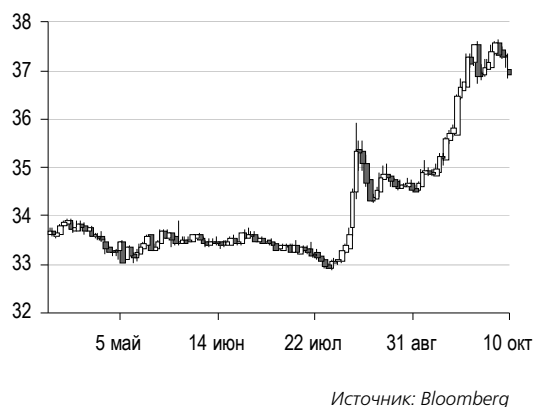
Курс бивалютной корзины постепенно корректируется вниз от максимума, достигнутого 5 октября, и в настоящее время составляет 36,75 руб. В моменты наибольшей волатильности отсутствовала ясность относительно валютного коридора ЦБ, однако на этой неделе поступила информация, что он установлен в диапазоне 32,7–37,7 руб. Понятно, что ЦБ активно участвовал в торговле, поддерживая рубль, в результате чего за сентябрь валютные интервенции регулятора превысили 7 млрд долл., а с начала октября составили 2–3 млрд долл.

В настоящий момент мы придерживаемся следующего взгляда на рубль. Как показывает график справа, отношение денежного агрегата M2 к резервам ЦБ составляет сейчас чуть менее 40 руб./долл., из

Фьючерсы NYMEX, \$/барр.



Курс бивалютной корзины, руб.



чего следует, что по этой цене все рубли в нашей стране можно обменять на иностранные активы Банка России. Это говорит о том, что имеющиеся резервы явно избыточны, а курс находится в полной власти Центробанка. Соответственно, обменный курс национальной валюты используется регулятором для управления платежным балансом, то есть в первую очередь для ограничения роста импорта. С одной стороны, это гарантирует нас от безумной девальвации, но, с другой, не обещает очевидно сильного рубля даже при наличии предпосылок для его укрепления. Соответственно, мы по-прежнему считаем, что при средней цене на нефть на уровне порядка 110 долл./барр. (каковой она и является в настоящий момент) курс рубля должен составлять приблизительно 29 руб./долл., а все, что ниже этого уровня, является спекулятивным навесом и будет скорректировано при улучшении внешнего фона.

Недавно ЦБ опубликовал оценку платежного баланса РФ за 9 месяцев 2011 г., согласно которой положительное сальдо счета текущих операций составило 73,6 млрд долл., что, в общем, не противоречит официальному прогнозу, равному 91 млрд долл. по итогам 2011 г. Чистый отток капитала составил в 3 кв. 18,7 млрд долл. против 9,2 млрд долл. кварталом ранее, что вполне объяснимо, учитывая сентябрьскую панику на финансовых рынках. По итогам трех кварталов сальдо счета капитала составило минус 48 млрд долл. против минус 9,4 млрд долл. за тот же период прошлого года. Так что в этом отношении год пока складывается для России неудачно.

Российский денежный рынок

Ликвидности мало

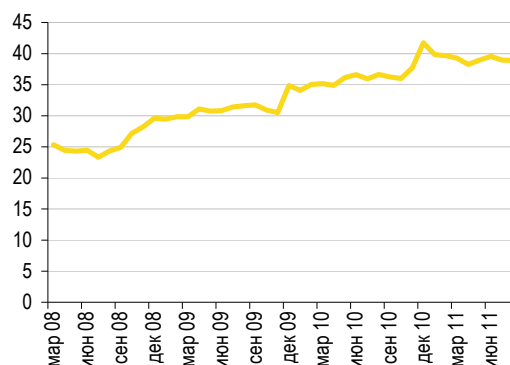
В конце сентября ставка овернайт на российском денежном рынке достигла 5,5-6%, однако, после того как Минфин разместил в банках почти 500 млрд руб. относительно длинных средств, а ЦБ ежедневно предлагал большие объемы однодневного РЕПО, ситуация стабилизировалась и короткие рыночные ставки отступили вниз в диапазон 4,25–4,5%. Этому способствовал и тот факт, что к началу октября идея снижения курса рубля фактически была отыграна.

Тем не менее остатки средств банков на счетах в ЦБ невелики и составляют сейчас около 840 млрд руб., тогда как в первой половине года они часто доходили до уровня 1,5 трлн руб. Основным фактором сейчас является отсутствие покупки валюты со стороны Банка России, и по крайней мере в октябре возвращение на рынок этого покупателя маловероятно.

Таким образом, ситуация на денежном рынке улучшилась по сравнению с концом сентября, однако говорить о полном преодолении дефицита ликвидности пока рано. Банки сохраняют зависимость от РЕПО ЦБ и средств Минфина, к тому же до конца года существует проблема потенциального вывода из банковской системы депозитов Правительства РФ.

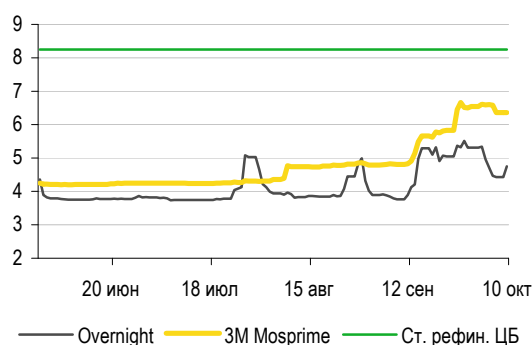
Наш прогноз рыночной ставки овернайт на уровне 4,5% на конец года остается неизменным, однако похоже, что подскоки ставки до уровня ставок РЕПО будут до конца года обычным явлением. Для существенного улучшения ситуации на денежном рынке необходим возврат валютного рынка к тенденции постепенного укрепления рубля, что пока сложно гарантировать из-за внешней неопределенности.

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб/\$



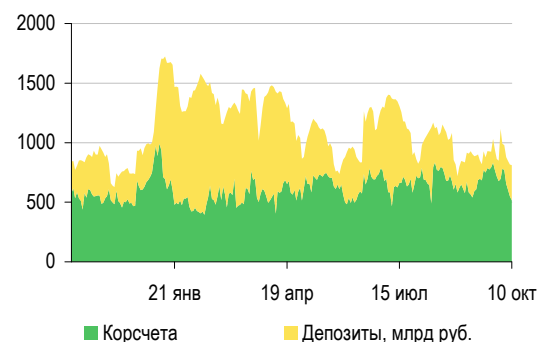
Источник: Росстат

Ставки денежного рынка, %



Источник: Росстат

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

Долгосрочные рублевые ставки

Пора по меньшей мере прекращать продажи

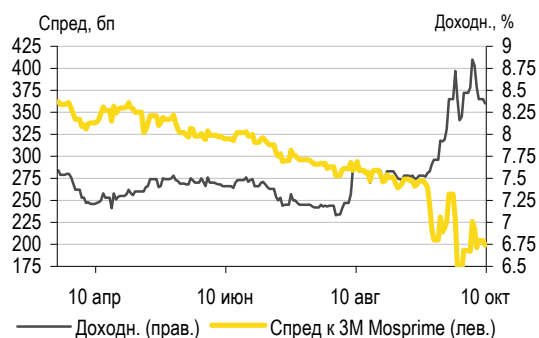
Из-за падения курса рубля и нехватки ликвидности на денежном рынке рублевые облигации в последнее время стали объектом массированных продаж. Торговая ликвидность также сильно пострадала и не восстановилась до сих пор. По нашим расчетам, средний bid-ask спред в сегменте ОФЗ составляет сейчас 60–65 б.п., тогда как в июле текущего года он временами сокращался до 15 б.п. Рынку требуется время для консолидации, и нам кажется, что момент для этого настал.

Мы видим признаки стабилизации ситуации как на валютном, так и денежном рынках, что постепенно должно содействовать появлению устойчивого спроса и на длинные рублевые инструменты. В последнее время рынок первичных размещений был полностью закрыт – даже Минфин был вынужден оставаться от него в стороне. Возобновление активности андеррайтеров будет главным свидетельством улучшения ситуации, и нам представляется, что первых новых размещений осталось ждать недолго.

На графике справа показано, что пятилетний выпуск ОФЗ торгуется сейчас с доходностью порядка 8,5%, что на 100 б.п. выше «нормального» уровня для этой бумаги пару месяцев назад. С фундаментальной точки зрения перспективы рубля фактически никак не изменились, а инфляция показывает довольно устойчивую тенденцию к снижению, что в среднесрочной перспективе должно оказать поддержку длинным ОФЗ. У нас нет оснований считать, что в ближайшие месяцы ЦБ будет заметно поднимать ставку рефинансирования, и в условиях сокращенного окна между ставкой репо и депозитом ЦБ это должно обеспечить стабильность короткому концу кривой. Соответственно, мы не меняем наш прогноз, согласно которому за 2011 г. длинный конец кривой ОФЗ мало сместится относительно конца 2010 г., то есть пятилетняя точка останется приблизительно на уровне 7,5%. Дополнительную поддержку госсектору должен оказать тот факт, что до конца года Минфин кардинально сократил предложение нового долга.

Нам кажется, что тактически сейчас есть смысл занять нейтральную позицию, дав рынку возможность прийти в себя. В настоящий момент гораздо более привлекательные возможности существуют на рынке российских евробондов, а к моменту, когда они будут отыграны, торговая ликвидность на рублевом рынке повысится до уровня, при котором здесь можно будет начать подбирать сильно подешевевшие бумаги. В более широком временном диапазоне наш взгляд на рублевый долг остается строго положительным. Собственно, он был таковым и до большой распродажи, так что нет никакого смысла отказываться от него, когда ценовые уровни стали гораздо более привлекательными. Определяющими для рынка факторами являются короткие ставки, курс рубля и инфляция, при этом встряска августа–сентября не побудила нас изменить прогнозы ни по одной из этих позиций.

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
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
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@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

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsv@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

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, 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