

Европейская долговая проблема

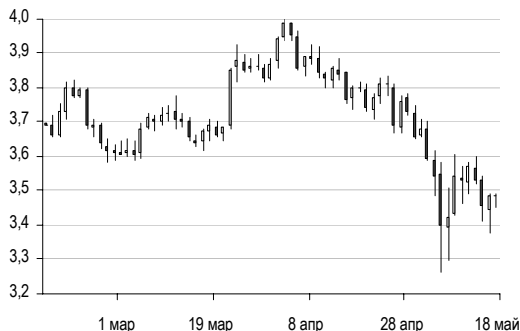
Опасения должны рассеяться...

В мае проблема суверенного долга вызвала немалую волатильность на мировых рынках, но, похоже, что многие участники рынка и сами точно не знают, от чего они стремятся убежать. В чем, собственно, состоит опасность, так напугавшая многих инвесторов и спровоцировавшая распродажи акций на всех рынках, а также существенное ослабление евро? Основной урон был нанесен рынку не до, а после того как ЕС предложил как минимум временное решение проблемы. Со своей стороны, мы считаем, что в последние две-три недели рынки слишком остро реагируют на события и в ближайшее время значимость европейских долговых перипетий для мировых рынков значительно уменьшится.

Почему ослабление евро вызвало такой переполох? В настоящий момент европейская валюта котируется на уровне 1,22 евро/долл., то есть находится в диапазоне 1,15–1,35 евро/долл., в котором она в основном и пребывала с 2004 по 2006 гг. В текущей оценке евро нет абсолютно ничего нового, и единственная причина столь активного обсуждения валютного курса состоит в том, что начиная с 2002 г. евро в глазах инвестиционного сообщества был «более сильной» валютой, чем доллар. Однако, как наверняка помнит всякий, кто когда-либо читал оговорку об ограничении ответственности, динамика прошлых периодов не гарантирует того, что то же самое случится в будущем. Более того, в момент, когда более сильные члены еврозоны вынуждены взвалить на себя бремя помощи более слабым ее участникам, ослабление евро естественным образом оказывает странам еврозоны поддержку, позволяя им увеличить экспорт. Это особенно относится к Германии, крупнейшей и наиболее промышленно развитой стране ЕС, в которой уже наметились отчетливые признаки экономического оживления.

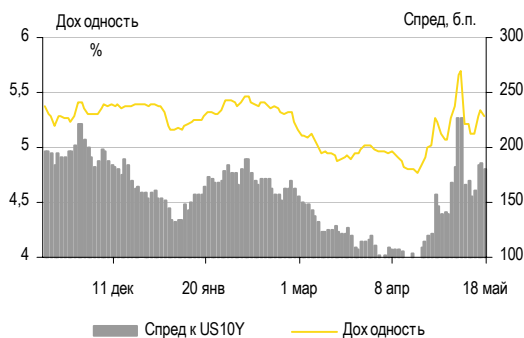
Мы не беремся прогнозировать будущее европейской валюты, но хотим заметить, что ее фундаментальная стоимость не поколеблена и в основе ее, несомненно, лежит ценовая стабильность – главный предмет заботы ЕЦБ с момента создания еврозоны. По словам председателя ЕЦБ Жана-Клода Трише, контроль над инфляцией остается средоточием политики ЕЦБ даже теперь, когда банк начал покупать суверенные облигации европейских стран на открытом рынке. Эти покупки не обернутся «количественным смягчением», поскольку ЕЦБ планирует стерилизовать избыточную ликвидность, выплескивающуюся на рынок, при помощи депозитов, которые предназначены для привлечения свободных денежных средств, оказавшихся в распоряжении банков. Послужной список ЕЦБ не дает оснований сомневаться в эффективности действий Трише.

Доходность US10Y, %



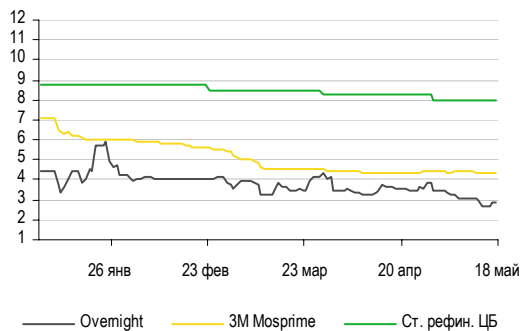
Источник: Bloomberg

Russia'30



Источник: Bloomberg

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

Мы считаем вероятность дефолта одной из крупных стран – членов ЕС в 2010–2011 г. крайне низкой. Видя, как расширяются спреды CDS, многие инвесторы приходят к выводу, что вероятность этого растёт. Однако если бы кто-нибудь предложил им поставить свои собственные деньги на то, что дефолт одной из европейских стран произойдет в течение определенного периода времени, можно быть уверенным, что немногие из них рискнули бы это сделать. Таким образом, нервная реакция рынков на европейский долговой кризис в действительности связана с усилением бегства от риска, а не с оценкой фундаментальных факторов. В качестве характерного примера можно назвать вчерашнюю распродажу акций в США после сообщения о том, что Германия ввела запрет на «короткие» продажи CDS на суверенный долг без покрытия. Единственным следствием введения этой меры станет снижение волатильности на рынке, но охваченные паникой инвесторы воспринимают это как еще одно свидетельство слабости евро.

Итак, решена ли европейская долговая проблема? Никоим образом. Создав стабилизационный фонд объемом 750 млрд евро, ЕС лишь выиграл время для решения существенно более важной проблемы несбалансированных бюджетов. Однако понятно, что это предполагает не единовременное решение, а длительный процесс адаптации к новым экономическим условиям. Проблема еще долго будет оставаться нерешенной, а тем временем текущие обязательства таких стран, как Греция, Португалия, и, не исключено, Испании и Италии, будут обслуживаться при поддержке стабилизационного фонда ЕС.

Время лечит, и потому мы думаем, что в ближайшую пару недель инвесторам надоест бояться чего-то, что не влечет за собой реальных негативных последствий. В результате ситуация на мировых рынках улучшится и возобновится их нормальное функционирование.

Казначейские облигации США

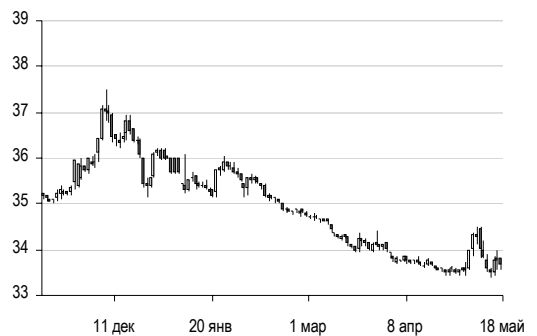
Доходности достигли дна?

В последнюю пару недель на рынке казначейских облигаций США наблюдается высокая волатильность, но рост 10-летних нот был ограничен: доходность бумаги подступила к уровню поддержки – 3,3%, но так и не смогла его пробить, затем поднялась до 3,45%, а вчера вновь опустилась до 3,3% вслед за введением в Германии запрета на «короткую» торговлю CDS на суверенный долг.

Исходя из нашей точки зрения на европейскую долговую проблему (см. выше), мы думаем, что в настоящий момент вероятность роста доходности увеличилась, поскольку, когда опасения по поводу Европы ослабнут, инвесторы, скорее всего, быстро придут к выводу, что текущие доходности казначейских бумаг слишком низки в условиях продолжающегося восстановления экономики США.

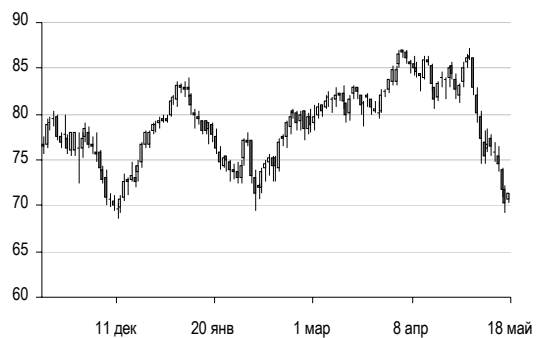
Таким образом, наш негативный взгляд на казначейские облигации США сохраняется – общая тенденция к повышению их доходности представляется более фундаментально обоснованной, если внезапно

Курс бивалютной корзины, руб.



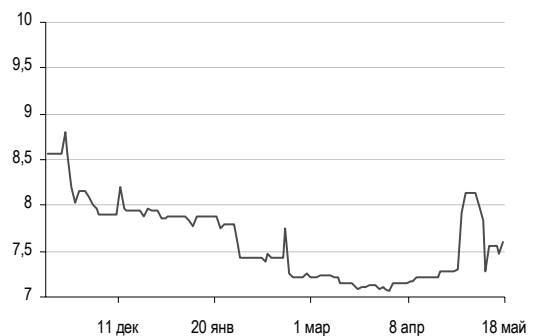
Источник: Bloomberg

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

Доходность ОФЗ 46018, %



Источник: Bloomberg

не случится ничего катастрофического на рынке суверенного долга, чего мы не ожидаем. Следующие технические остановки 10Y UST расположены на уровне 3,75%, затем на 4,1%, и наконец, наша долгосрочная цель равна 4,75%.

Russia'30

Ожидается консолидация

К настоящему моменту спреда на пятилетние российские CDS снизились до 170 б.п. с 220 б.п. 7 мая. Спред Russia'30 к 10Y UST составляет приблизительно 200 б.п. Помимо того, что российский суверенный спред в целом повышен, российские суверенные бумаги остаются дешевыми по сравнению с своими ближайшими аналогами на развивающихся рынках. Спред Russia'30 к Brazil'17 составляет 103 б.п. по сравнению с 50–60 б.п. в середине апреля. Спред российского бенчмарка к Mexico'19 равен 48 б.п., тогда как месяц назад он был незначительно отрицательным.

Мы считаем, что справедливый спред Russia'30 к 10Y UST находится в диапазоне 125–175 б.п. Поскольку в настоящий момент спред российской бумаги превысил верхнюю границу названного диапазона, в краткосрочной перспективе мы придерживаемся позитивного взгляда на российские облигации и рекомендуем покупать российский суверенный долг.

Обменный курс рубля

Устойчивость в неблагоприятных условиях

Невзирая на то, что цены на нефть снизились с 85 долл./барр. до 68 долл./барр., в последние две недели курс рубля к бивалютной корзине почти не сдвинулся с места, хотя на пике продаж он был на 80 копеек ниже, чем сейчас (в настоящий момент стоимость корзины составляет 33,70 руб.). Это еще одно свидетельство обретенной в последнее время прочности российской валюты, которая стала очевидной в апреле, когда российские власти начали обсуждать меры по сдерживанию укрепления рубля, а МВФ заявил, что России, возможно, следует ввести ограничения на движение капитала.

Но эти ограничения введены не будут. Так что в среднесрочной перспективе рубль, весьма вероятно, будет и дальше укрепляться по отношению к корзине. Пока курс рубля на 15% ниже, чем до кризиса 2008 г., так что его текущее повышение не наносит слишком значительного ущерба экономике. Помимо этого, укрепление рубля позволяет ЦБ сдерживать инфляцию, что постепенно становится главным приоритетом денежных властей.

Наша точка зрения на рубль остается позитивной как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Макроэкономическая ситуация в России

В апреле инфляция снизилась, Россия вышла из рецессии

По данным Росстата, в апреле потребительские цены выросли на 0,3% по сравнению с мартом и на 3,5% с начала 2010 г.. Таким образом, 12-месячная инфляция замедлилась до 6% с 6,5% в марте. В результате председатель ЦБ Сергей Игнатьев даже заявил, что вполне допускает снижение инфляции до 5% к концу 2010 г. Прогноз УРАЛСИБа по годовой инфляции остается на уровне 7,5%, однако мы не исключаем его понижения в дальнейшем.

Между тем рост ВВП по итогам I квартала 2010 г. составил 2,9% по сравнению с тем же периодом прошлого года, и, таким образом, его темпы оказались более низкими, чем мы прогнозировали (3,2%). В качестве положительного фактора отметим, что квартальный рост был отмечен впервые после падения ВВП на протяжении четырех кварталов. Таким образом, экономический спад можно официально считать завершившимся. С другой стороны, учитывая низкую базу, рост по итогам I квартала был довольно скромным. Несмотря на это, мы оставляем в силе свой прогноз роста ВВП по итогам года на уровне 5,5%, поскольку ожидаем существенного ускорения роста во II квартале. Мы надеемся, что апрельские данные по объему промышленного производства, публикация которых ожидается в ближайшие дни, подтвердят верность этого предположения.

Внутренний денежный рынок

В отличной форме

В мае ситуация на российском денежном рынке остается чрезвычайно благоприятной. После апрельского снижения Центробанком ставки рефинансирования ключевые краткосрочные рублевые ставки продолжали снижаться, а ставка по кредитам «овернайт» недавно опустилась ниже 3%. Ставка MosPrime по трехмесячным кредитам, упала до 4,32%, вплотную подойдя к историческому минимуму, равному 4,31%. Доходность месячного NDF еще находится выше отметки 3%, но приближается к этому рубежу.

Сумма средств банков на счетах ЦБ превысила 1,4 млрд руб., что сулит денежному рынку благополучие в ближайшие месяцы. Единственное темное пятно в этой радужной картине – предполагаемое намерение Сбербанка погасить субординированный кредит на сумму 500 млрд руб. По утверждению Сбербанка, кредит будет погашен к концу мая, если банку не разрешат снизить ставку по кредиту, в настоящее время составляющую 8%. Информация о том, как может разрешиться эта ситуация, отсутствует – Сбербанк даже начал роудшоу по размещению еврооблигаций с целью привлечения средств для погашения кредита, но при сложившейся в последнее время рыночной конъюнктуре размещение, похоже, было отложено. Таким образом, погашение всего кредита в мае становится все менее вероятным.

Долгосрочные рублевые ставки

Коррекция открывает новые возможности

Если проблема суверенных долгов не окажет на рынок столь же разрушительного воздействия, как банкротство Lehman Brothers (что маловероятно, по крайней мере до 2012 г.), мы не видим фундаментальных причин для полномасштабного движения рынка рублевых облигаций в сторону более высоких доходностей.

Назовем основные факторы, свидетельствующие в пользу нашей точки зрения.

- Условия для carry trade остаются весьма благоприятными: спред между длинным концом кривой ОФЗ и, скажем, ставкой MosPrime по трехмесячным кредитам в настоящий момент составляет 300 б.п. по сравнению со 100 б.п. в начале года.
- Позиции рубля прочны. Вполне вероятно его дальнейшее укрепление относительно бивалютной корзины.
- Уровень инфляции невысок, и, следовательно, не дает оснований для беспокойства по поводу ужесточения кредитно-денежной политики.

Исходя из этого, мы советуем инвесторам воспользоваться снижением цен в результате недавней коррекции, чтобы пополнить портфели ликвидными высококачественными рублевыми облигациями.

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, baktintkv@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarev@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakov@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisy@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@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 2010