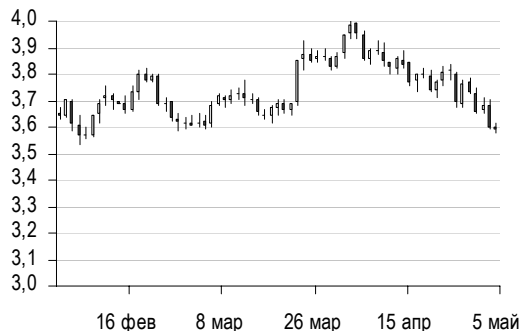


Проблема европейского долга

Решение найдено – надолго ли?

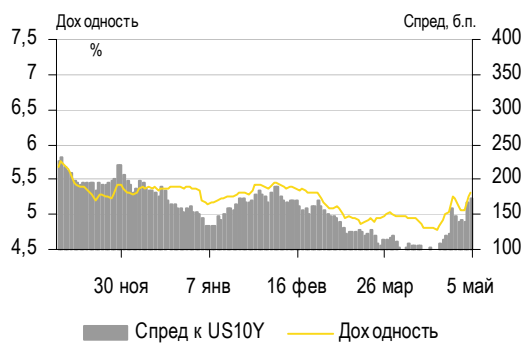
В воскресенье ЕС и МВФ одобрили предоставление Греции помощи в размере 110 млрд евро, однако риски, связанные с более широкой проблемой европейского суверенного долга, остаются в центре внимания инвесторов во всем мире. Вдруг стало ясно, что спасение Греции не решает проблем Испании, Португалии, Италии и Ирландии, и коль скоро инвесторы были вынуждены учесть в моделях новые факторы неопределенности, то и цены активов повели себя соответственно. Наиболее серьезная угроза, по нашему мнению, ликвидирована: до 19 мая греческое правительство получит деньги сначала от МВФ, а затем от ЕС. Это позволит восстановить платежеспособность страны, поскольку предоставленных средств будет достаточно для рефинансирования суверенного долга Греции до 2013 г. Однако главная проблема по-прежнему далека от разрешения. Суть ее состоит в том, что развитым экономикам необходимо научиться существовать в условиях значительно более медленного роста, чем до кризиса. Эта проблема встала перед Европой надолго, и что время от времени она будет преподносить неприятные сюрпризы в виде понижения суверенных рейтингов, волатильности спредов CDS и т.д. Пока же вероятность настоящего дефолта какой-либо большой страны – члена ЕС (например, Испании) выглядит крайне низкой. Банкротство Lehman Brothers показало, сколь тяжкими последствиями может обернуться такое событие – и это в условиях, когда власти были готовы прийти экономике на помощь, на что в случае суверенного дефолта, по-видимому, рассчитывать не приходится. Исходя из этого, одним из вероятных способов решения долговой проблемы представляется эмиссия евро, например, путем покупки суверенных облигаций Европейским центральным банком на вторичном рынке – что уже обсуждалось. Это явно не сулит европейской валюте ничего хорошего, но по крайней мере спасет континент (и остальной мир) от настоящей финансовой катастрофы. Для избавления Греции, Испании, Португалии, Италии и Ирландии от проблем рефинансирования в 2010–2015 гг., скорее всего, будет достаточно приблизительно 1 трлн евро, для чего необходимо увеличить денежную массу еврозоны на 10–15%. Это немало, но и конца света не предвещает, не говоря уже о том, что речь идет о самом пессимистическом сценарии.

Доходность US10Y, %



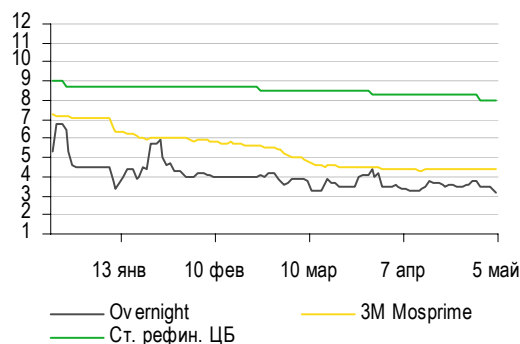
Источник: Bloomberg

Russia'30



Источник: Bloomberg

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

Казначейские облигации США

Уровень поддержки пробит

В поисках спасения от последствий европейского долгового взрыва многие инвесторы, естественно, решили укрыться под защитой гостеприимного Казначейства США. В результате доходность 10-летнего бенчмарка снизилась почти на 20 б.п., пробив уровень поддержки 3,65%, державшийся как минимум с начала 2010 г.

Такое развитие событий не меняет нашу долгосрочную негативную точку зрения на казначейские облигации, поскольку в ее основе лежат ожидания устойчивого восстановления американской экономики, признаков замедления которого пока не наблюдается. И все же текущее усиление позиций казначейских облигаций означает, что для достижения нашей основной цели по US10Y – 4,75%, может потребоваться больше времени, чем мы ранее предполагали. Исходя из этого, мы ожидаем, что в краткосрочной перспективе доходность 10-летних казначейских облигаций США будет колебаться в диапазоне 3,35–4%, выхода из которого вверх можно ожидать в течение нескольких месяцев.

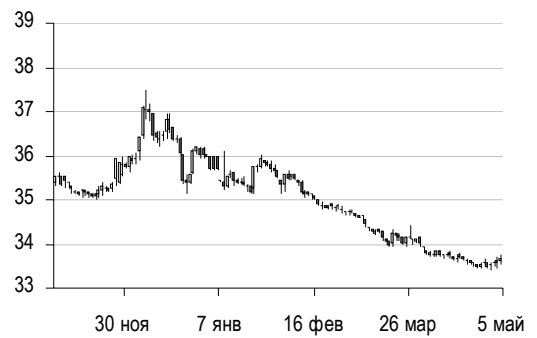
Russia'30

Кто не рискует...

В последнее время российскому суверенному долгу пришлось несладко из-за ситуации с Грецией. Конечно, логичнее предположить, что все дело в мировом неприятии риска и ценах на нефть, однако гипотеза, согласно которой мы пострадали, потому что Россию и Грецию объединяет православие, как-то больше согревает сердце. Помимо последнего аргумента, трудно найти что-либо общее между Россией и Грецией: российский госдолг составляет 9% ВВП, а бюджетный дефицит по итогам 2010 г. ожидается близким к нулевому.

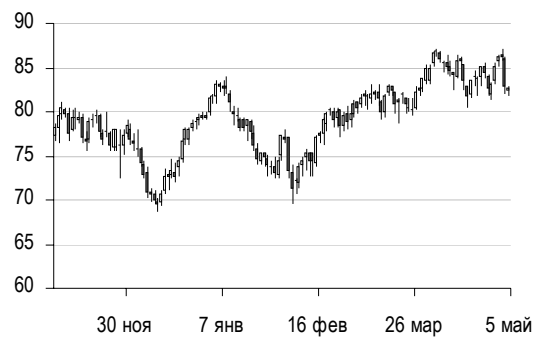
Спред Russia'30 к US10Y в настоящий момент составляет 190 б.п. против 147 б.п. неделю назад. Иными словами, спред находится выше верхней границы диапазона 125–175 б.п., который мы называли справедливым для российского бенчмарка в наших предыдущих выпусках. Хотя в ближайшее время вполне вероятны негативные внешние шоки, мы не думаем, что проблема европейских суверенных долгов повлияет на рынки капитала столь же пагубно, как банкротство Lehman Brothers. Поэтому текущие ценовые уровни российских суверенных облигаций весьма привлекательны, а Russia'30 – наиболее привлекательная из всех суверенных бумаг как по уровню торговой ликвидности, так и с точки зрения спреда к казначейским облигациям. То же самое верно в отношении спреда России к суверенным облигациями развивающихся стран, который на 30–50 б.п. шире, чем в апреле.

Курс бивалютной корзины, руб.



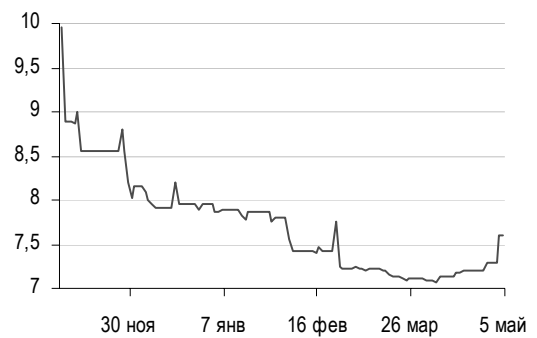
Источник: Bloomberg

Нефтяные фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

Доходность ОФЗ 46018, %



Источник: Bloomberg

Обменный курс рубля

Первое осязаемое снижение с середины марта

На текущей неделе цены на нефть откатились далеко вниз, оставив все высоты, покоренные с начала апреля. Фьючерсы на Нью-Йоркской товарной бирже котируются на отметке 80 долл./барр. по сравнению с 83,25 долл./барр. неделю назад и пиком на уровне 86 долл./барр. в прошлую пятницу. Это послужило причиной осязаемой коррекции рубля относительно бивалютной корзины, стоимость которой в настоящий момент составляет 34 руб. против 33,46 руб. на прошлой неделе. Пока потери рубля весьма ограничены, но они неизбежно возрастут, если цены на нефть продолжат снижение.

С фундаментальной точки зрения существенно более важна средне-годовая цена на нефть, а средняя цена с начала нынешнего года составляет около 77 долл./барр. против 61 долл./барр. за 2009 г. в целом. Сальдо счета текущих операций РФ квартал за кварталом остается положительным, а сальдо капитального счета колеблется возле нуля, что обещает поддержку рублю в течение 2010 г., так что наш взгляд на перспективы российской валюты остается позитивным.

Российский денежный рынок

Цикл смягчения кредитно-денежной политики подходит к концу

В прошлый четверг ЦБ снизил ставку рефинансирования еще на 25 б.п. до 8%, а ставка по однодневному РЕПО с ЦБ достигла 5,25%. Таким образом, наш прогноз от середины декабря 2009 г., согласно которому в течение 2010 г. ставка будет снижена в общей сложности на 100 б.п., сбывается, и это означает, что теперь наш взгляд на ставку рефинансирования становится нейтральным. Дальнейшее развитие политики процентных ставок будет зависеть от двух основных факторов – роста кредитования и уровня инфляции. Размораживание кредитного рынка было одной из основных целей смягчения монетарной политики, которое мы наблюдали в последнее время. С другой стороны, хронический недуг российской экономики – высокая инфляция – может вновь дать себя знать уже во второй половине года.

И тем не менее очередное – или последнее? – снижение ставки улучшило ситуацию на российском денежном рынке: ставка по кредитам «овернайт» в настоящий момент равна 3,2% по сравнению с 3,8% в прошлую среду, ставка MosPrime по трехмесячным кредитам весьма стабильна и находится на уровне 4,38% – вблизи исторического минимума 4,3%, зафиксированного в 2006 г. Ставки по месячным NDF снизились до 3,6% с 4,15% неделей ранее. Средства банков в ЦБ превысили 1,2 трлн руб., и потому, как уже говорилось в прошлом выпуске, мы не ожидаем существенного дефицита ликвидности как минимум до конца мая. В конце мая Сбербанк может погасить часть (вполне возможно) или весь (маловероятно) субординированный кредит ЦБ на сумму 500 млрд руб., однако нельзя исключать, что погашение и вовсе не состоится. Пока не наступит ясность от-

носителю этой сделки, требующей огромного объема денежных средств, предсказать объем ликвидности на рынке в конце мая представляется затруднительным.

Долгосрочные рублевые ставки

Коррекция открывает новые возможности

Если проблема греческого долга не окажет на рынок столь же разрушительного влияния, как банкротство Lehman Brothers (что, как сказано выше, маловероятно), мы не видим фундаментальных причин для полномасштабного движения рынка рублевых облигаций в сторону более высоких доходностей. 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.

Исходя из этого, мы считаем, что текущий уровень цен на рынке рублевых облигаций создает привлекательную возможность для покупок, что особенно относится к ликвидным высококачественным бумагам: до ужесточения кредитно-денежной политики еще далеко, а доходности уже повышены по сравнению с апрельскими минимумами.

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
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, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyann@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