

ОТБРОСИТЬ СОМНЕНИЯ – И ДВИГАТЬСЯ ВПЕРЕД

Европейские проблемы только усилили привлекательность долгового рынка РФ

Стоит ли беспокоиться по поводу Европы? По нашему мнению, долговые проблемы еврозоны не приведут в ближайшее время к катастрофам, сравнимым с банкротством банка Lehman Brothers.

Новый макропрогноз. В начале июня УРАЛСИБ опубликовал обновленный прогноз макроэкономических показателей России, главными особенностями которого являются более высокая цена на нефть и более низкий темп ожидаемого роста инвестиций.

Инфляция умеренная, но риски очевидны. Ожидания УРАЛСИБа по инфляции в 2010 году составляют 7,5%, превышая текущий уровень годовичного роста цен. При этом даже относительно нашего прогноза мы видим скорее риски негативных сюрпризов.

ЦБ: одной рукой даю, другой забираю. Очередное снижение ставки рефинансирования ЦБ может стать последним, поскольку одновременно Банк России начал претворять в жизнь меры по сокращению объема свободной ликвидности.

Рубль: регулятор старается меньше вмешиваться. Схемы формализации интервенций ЦБ наподобие плавающего коридора не отменяют краткосрочной и долгосрочной зависимости рубля от цены на нефть. С точки зрения платежного баланса РФ рубль должен продолжить рост, однако ряд факторов могут этот рост замедлить.

Treasuries не торопятся падать. Европейский долговой кризис прервал среднесрочный тренд роста доходности облигаций Казначейства США, однако восстановление американской экономики продолжается, а эмоции по поводу европейских проблем постепенно ослабнут. В итоге наша долгосрочная цель – 4,75% по доходности 10-летних нот – остается неизменной.

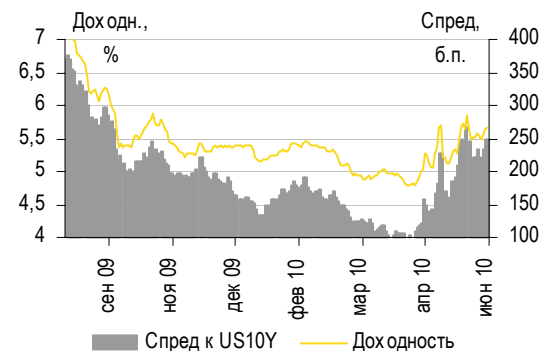
Российские суверенные евробонды очевидно дешевы. После коррекции в апреле-мае на евробондовом рынке трудно найти аргументы, чтобы не покупать российский долг. Суверенные бонды дешевы не только с точки зрения своих собственных исторических спредов, но и относительно практически всех сравнимых облигаций других развивающихся рынков.

Ликвидность ОФЗ «высохла». В 2010 году Минфин предпочел финансировать имеющийся пока дефицит бюджета за счет резервного фонда, а также осуществленного в апреле размещения новых суверенных евробондов. Рынок ОФЗ остался в этих условиях практически без первичного предложения, что пагубно отразилось на торговой ликвидности. Между тем формирование хорошо функционирующего внутреннего долгового рынка должно стать первоочередной задачей властей.

А вот корпоративные облигации пора покупать. Внутренний рынок облигаций предлагает прекрасные возможности для покупки. Условия фондирования в последнее время только улучшились.

Майское расширение спреда

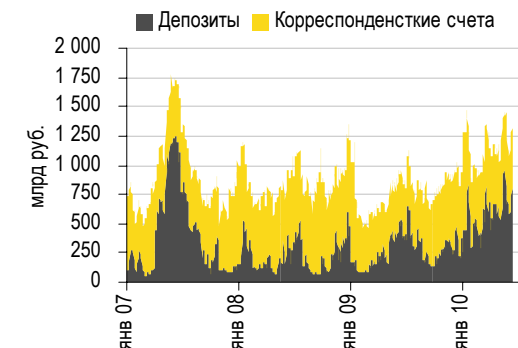
Доходность и спред России'30



Источники: Bloomberg

Ликвидность накапливается

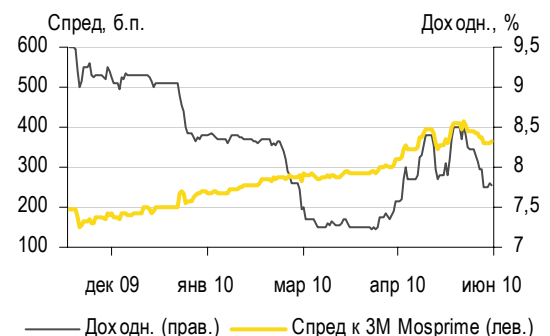
Корреспондентские счета и депозиты банков в ЦБ РФ



Источники: Bloomberg

Прекрасные условия фондирования

Доходность выпуска Газпром-11 и его спред к 3-х месячной ставке Mosprime



Источники: ММВБ, Bloomberg

Стоит ли беспокоиться по поводу Европы? В качестве преамбулы к настоящему отчету мы решили кратко изложить наше мнение по наиболее животрепещущему вопросу сегодняшнего дня. Проблема суверенного долга еврозоны стала причиной самой глубокой коррекции цен российских активов с июня 2009 года, однако нам представляется, что к серьезным последствиям, наподобие падения американского банка Lehman Brothers, эта ситуация не приведет, по крайней мере до 2011 года включительно. В пользу этого свидетельствуют такие объективные факторы, как наличие стабилизационного пакета ЕС-МВФ размером 750 млрд евро, а также программа ЕЦБ по покупке европейских госбумаг на открытом рынке. Благодаря пакету помощи наиболее пострадавшая страна, Греция, обеспечена средствами практически на три года обслуживания своего долга, то есть доноры попросту «купили» Греции время для приведения своих финансов в приличное состояние. Более того, пакет покрывает также потребности Италии, Испании и Ирландии. Если же говорить о покупках европейским ЦБ суверенных бумаг, эта мера, вызывающая большие сомнения в Европе, поскольку является эмиссией, кажется нам также крайне полезной. Для европейцев краеугольным камнем является ценовая стабильность, лежащая в основе устойчивости евро, однако именно по этому поводу сейчас практически нет вопросов – наоборот, в Греции уже де-факто началась дефляция, а Испания показывает снижение цен на уровне базового индекса. Что же касается крупнейших экономик еврозоны, и особенно Германии, падение курса евро поддержит рост ВВП, и восстановление немецкой экономики будет даже более стабильным, чем можно было бы предположить. Так может быть европейская долговая проблема решена? Конечно, нет. Мы лишь хотим сказать, что приблизительно до конца 2011 года не ожидаем катастроф в этой области. Причем речь идет именно о еврозоне, поскольку потенциальные проблемы США, Великобритании или Японии могут в итоге оказаться более существенными.

Новый макропрогноз. 3 июня УРАЛСИБ опубликовал обновленный прогноз основных показателей российской экономики. В основе поправок к первоначальному варианту лежат две основные составляющие: более высокая среднегодовая цена на нефть и более скромные, чем мы ожидали ранее, темпы роста инвестиций.

Наш взгляд на 2010 год

Макроэкономические индикаторы: факт и прогноз

	2009	Прогнозы на 2010 г.			
		ФАКТ	УРАЛСИБ новый	УРАЛСИБ прежний*	Консенсус**
Изменение ВВП за год, %	(7,9)	5,5	5,5	5,1	
Пром. производство, изм. за год, %	(10,8)	8,1	8,2	5,9	2,5
Инвестиции в основной капитал, изм. за год, %	(17,0)	3,6	6,1	6,1	2,9
Оборот розничной торговли, изм. за год, %	(5,5)	4,6	5,3	4,2	4,4
Реальные расходы, изм. за год, %	2,3	4,1	3,4	4,4	3,4
Уровень безработицы, % (конец периода)	8,4	8,2	8,3		8,6
Инфляция потребительской цен за год, %	8,8	7,5	9,0	6,9	7,0
Экспорт, млрд долл.	303,7	409,7	370,8	384,8	375,0
Импорт, млрд долл.	191,8	255,1	232,6	236,4	237,0
Счет текущих операций, млрд долл.	49,0	88,5	79,1	78,0	31,0
Дефицит фед. бюджета, % ВВП	(5,9)	0,8	1,0	(3,5)	(5,4)
Курс руб./долл. (на конец периода)	30,2	28,2	28,1	27,8	28,1
Средняя цена Urals, долл./барр.	61,3	79,2	71,5	74,1	76,0

* Ноябрь 2009 г.

** Апрель-май 2010 г.

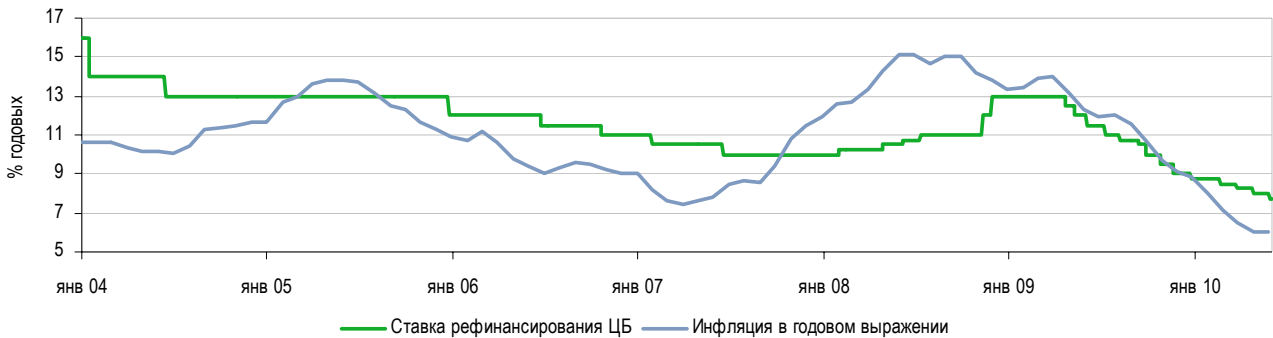
Источники: Росстат, ЦБ, Минфин, DevCenter, Consensus Economics, оценка УРАЛСИБа

Как видно из представленной таблицы, наш новый прогноз средней цены на нефть марки Urals составляет 79,2 долл./барр. против прежнего прогноза 71,5 долл./барр., ожидания относительно курса рубля на конец года практически не меняются – 28,3 руб./долл. при курсе евро порядка 1,3 долл. С учетом данных последних месяцев прогноз инфляции в 2010 году понижен с 9% до 7,5%. Анализ причин, повлекших за собой эти изменения, можно найти в упомянутом выше отчете по макроэкономике, а мы продолжим предметное рассмотрение статей, наиболее интересных облигационному рынку.

Инфляция умеренная, но риски очевидны. По данным Росстата, в мае потребительские цены выросли на 0,5% в сравнении с 0,3% в апреле. Таким образом, 12-месячная инфляция осталась в мае неизменной на уровне 6%, однако рост цен месяц к месяцу все же оказался выше апрельского.

Инфляция остается низкой

Ежемесячные значения годовой инфляции и ставка рефинансирования ЦБ



Источники: Bloomberg

Низкие апрельские значения дали представителям ЦБ повод говорить о том, что инфляция по итогам 2010 года может составить всего 6%, во что, конечно, почти не верится, поскольку накопленная инфляция составляет уже 4%. Расчет ЦБ, по всей видимости, базируется на ожиданиях дефляции в июле-октябре вследствие нового урожая, однако в целом инфляция в России находится сейчас на исторически минимальном уровне, и неожиданный всплеск выглядит более вероятным, чем устойчивая тенденция к снижению. Тем более что предпосылки инфляционного давления уже налицо.

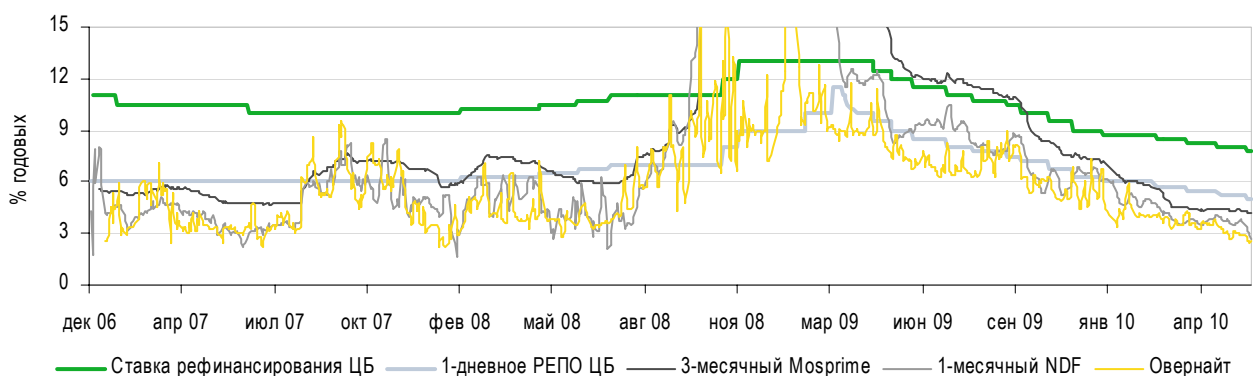
В последние несколько месяцев темпы роста денежной массы вернулись на докризисный уровень (порядка 30% в год), индекс цен производителей также рос в начале года на 20–30% год к году, что очень напоминает динамику 2008 года. Низкая инфляция потребительских цен объясняется в этих условиях тем, что спрос, очень сильно пострадавший во время кризиса, только начинает сейчас восстанавливаться с низкой базы, при этом монетарные условия для будущего роста цен можно считать созданными.

В результате прогноз УРАЛСИБа по инфляции в 2010 году составляет сейчас 7,5%, то есть превышает текущий уровень годичного роста цен. При этом даже относительно нашего прогноза мы видим риски скорее негативных сюрпризов.

ЦБ: одной рукой даю, другой забираю. В последний день мая Банк России снизил ставку рефинансирования на 25 б.п. до 7,75%, что стало четырнадцатым шагом смягчения денежной политики в текущем цикле. Задачей ЦБ остается поддержание роста экономики с одновременным контролем за балансом счета капитальных операций, который Банк России считает удобным видеть в районе нуля. Если исходить из нашего собственного прогноза на 2010 год, ЦБ уже сделал один «лишний» шаг, и в свете реальной инфляционной опасности мы продолжаем считать, что этот шаг можно было бы и не делать. С другой стороны, принятие Банком России решения о повышении банковских норм резервирования с 1 июля сего года говорит о том, что фаза смягчения денежной политики действительно подошла к концу, и пришло время подумать о путях изъятия с рынка избыточной ликвидности.

Денежный рынок в прекрасной форме

Основные ставки денежного рынка в докризисный и посткризисный периоды



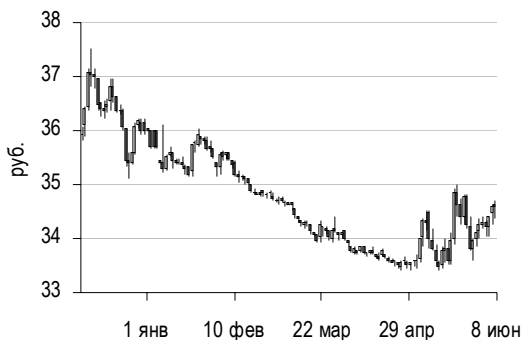
Источники: Bloomberg

Тем временем денежный рынок находится в очень хорошей форме. Благодаря действиям Банка России ставка overnight стабилизировалась вблизи уровня 2,5%, то есть чуть выше ставки по однодневным депозитам ЦБ. Объем свободной ликвидности растет, и лучше всего это заметно по балансам банков, где пухнут облигационные портфели, а также по динамике объема депозитов банков в ЦБ, который на сегодняшний момент достиг 800 млрд руб. Повышение норм резервирования, ожидающееся 1 июля, вряд ли заметно изменит ситуацию, поскольку, по нашим оценкам, данная мера позволит изъять из системы всего около 100–150 млрд руб. На ставках денежного рынка это не скажется. С нашей точки зрения, в ближайшие месяцы внутренний денежный рынок останется основным источником поддержки для цен активов, номинированных в рублях.

Рубль: регулятор старается меньше вмешиваться. Стремясь постепенно перевести рубль в плавающий режим, ЦБ ввел понятие «плавающего» валютного коридора, то есть диапазона курса национальной валюты относительно бивалютной корзины шириной 3 рубля, внутри которого интервенции ЦБ не проводятся. Вмешательство осуществляется, только когда курс подходит к границе, при этом если в день на это потребовалось более 700 млн долл., плавающий коридор сдвигается на 5 копеек в направлении рыночного давления. Этот подход является технической схемой, построенной ЦБ для «механизации» валютной политики и увеличения прозрачности интервенций, однако он не отменяет ни спекулятивной зависимости рубля – от ежедневных колебаний цены на нефть, ни фундаментальной – от состояния платежного баланса РФ, который, в свою очередь, также сильно зависит от цены на нефть, однако в более широкой перспективе.

Рубль упал значительно меньше,...

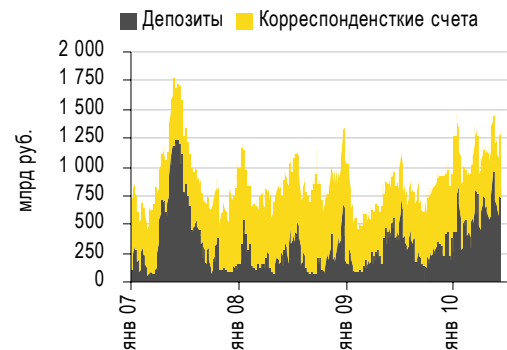
Курс рубля к бивалютной корзине



Источники: Bloomberg

Ликвидность накапливается

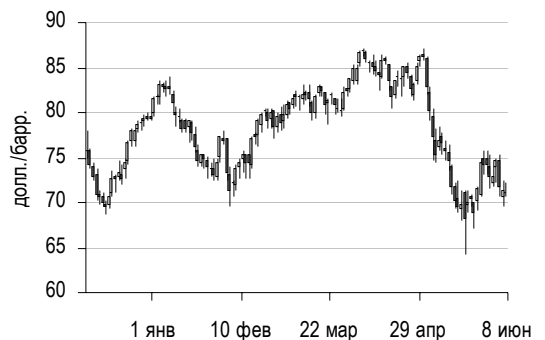
Корреспондентские счета и депозиты банков в ЦБ РФ



Источники: Bloomberg

...чем цена на нефть

Нефтяные фьючерсы NYMEX

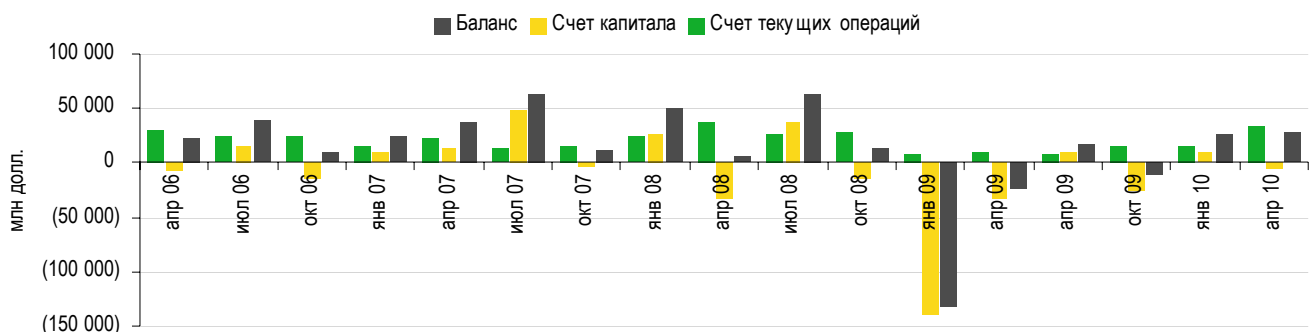


Источники: Bloomberg

В целом можно сказать, что в ходе майской коррекции рубль показал себя очень хорошо: несмотря на то что нефть в последнее время упала в цене с апрельского пика 85 долл./барр. до приблизительно 70 долл., то есть на 17%, рубль пока подешевел относительно бивалютной корзины всего на 3,5% – с 33,4 до 34,6 руб. Этот кажущийся парадокс представляется нам простым отражением устойчиво положительного сальдо торгового баланса страны.

Почти по 30 млрд долл. в квартал

Торговый баланс РФ



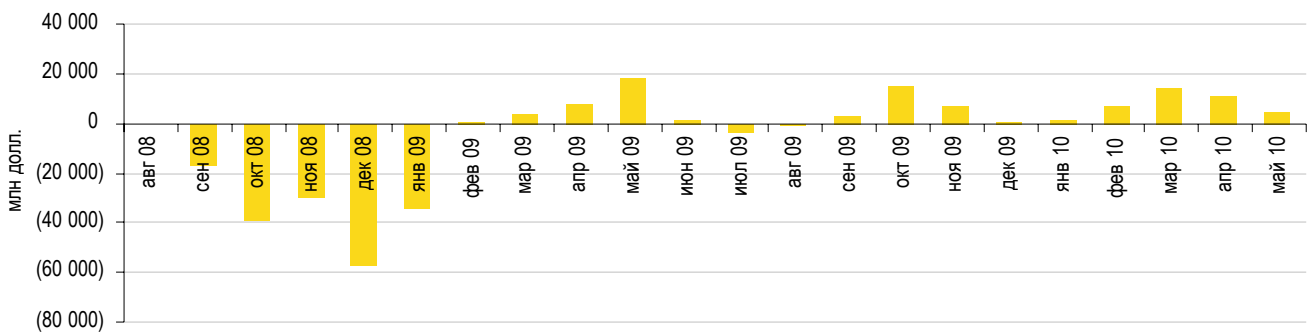
Источники: ЦБ, Bloomberg

Как видно из графика, представленного выше, в IV квартале 2009 – I квартале 2010 года Россия получала чистый приток иностранной валюты в объеме почти 30 млрд долл. в квартал. По предварительным данным, торговый профицит РФ в январе-апреле составил уже 65 млрд долл. (I квартал – 46 млрд долл.), что дает основания предполагать заметный рост апрельского сальдо текущих операций по сравнению со среднемесячным уровнем I квартала. Поскольку снижение цены на нефть началось в мае, оно мало скажется на торговых показателях II квартала, по итогам которого можно осторожно прогнозировать сальдо счета текущих операций на уровне I квартала, то есть порядка все тех же 30 млрд долл. Счет капитала будет с большой вероятностью также положительным, и его приблизительно можно ожидать на уровне 10 млрд долл., поскольку зампред ЦБ Алексей Улюкаев заявил недавно, что по итогам апреля – мая приток капитала в страну составил 3–4 млрд долл. в месяц. Таким образом, ухудшения платежного баланса РФ можно ждать не ранее III квартала, когда влияние более низкой цены на нефть будет учтено в полной мере.

Если же говорить об интервенциях ЦБ, они при существующей системе плавающего коридора просто отражают направление рыночного давления на рубль.

Пик покупок доллара со стороны ЦБ пришелся на март

Чистый объем долларовых интервенций Банка России



Источники: ЦБ

График, представленный выше, как раз показывает, что основной объем валютных интервенций ЦБ пришелся на февраль, март и апрель – месяцы, когда рубль практически безостановочно укреплялся относительно корзины. За это время чистые покупки доллара со стороны ЦБ составили 32 млрд долл., а затем резко снизились до 4,3 млрд в мае. Кстати, границы плавающего коридора в конце мая были на уровне 33,4–36,4 руб.

В итоге наши ожидания относительно рубля заключаются в том, что, если с ценой на нефть не произойдет драматических изменений, рубль останется сильной валютой, однако его укрепление относительно корзины может во второй половине 2010 года быть замедлено следующими факторами:

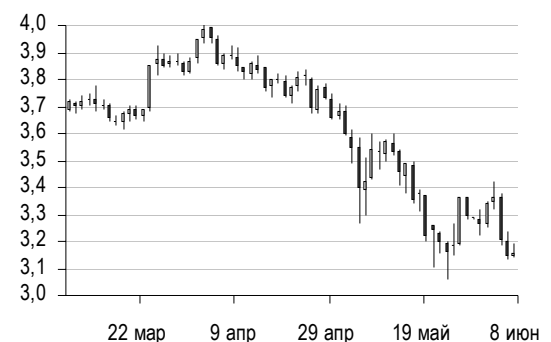
- сокращением положительного сальдо платежного баланса РФ вследствие майского падения цены на нефть;
- низким уровнем ставок ЦБ;
- возможным ростом инфляционного давления на фоне восстановления потребительского спроса.

Еще раз напомним, что наш прогноз курса рубля относительно доллара на конец 2010 года составляет 28,2 руб./долл. при курсе евро 1,3 долл./евро и, соответственно, бивалютной корзине на уровне 32 руб.

Treasuries не торопятся падать. События в Европе сломали в апреле тренд роста доходности американских казначейских бумаг, наблюдавшийся с начала 2009 года. Поскольку это было вызвано внешними для Америки причинами, нам кажется более вероятным, что снижение доходности 10-летних бумаг является кратковременным явлением, которое проживет ровно столько, сколько продержится внешний негатив. Тем временем восстановление экономики США идет устойчивыми темпами, о чем свидетельствуют в первую очередь данные статистики рынка труда, согласно которой прирост количества рабочих мест в марте – мае уверенно превышал 200 тыс. в месяц.

Внешние факторы тянули доходность вниз

Краткосрочный график доходности 10-летних Treasuries



Источник: Bloomberg

Под линией долгосрочного тренда

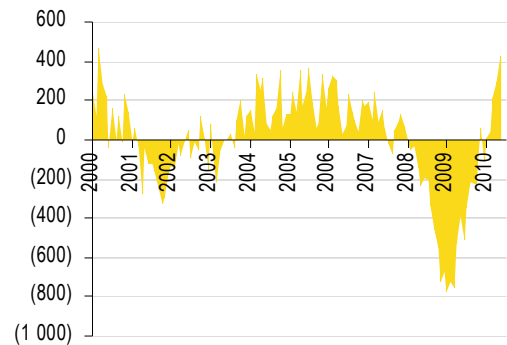
Долгосрочный график доходности 10-летних Treasuries на логарифмической шкале



Источники: Bloomberg

Наконец-то хороший рост занятости

Создание новых рабочих мест в США (Change in Non-farm Payrolls), тыс. человек



Источники: Bloomberg

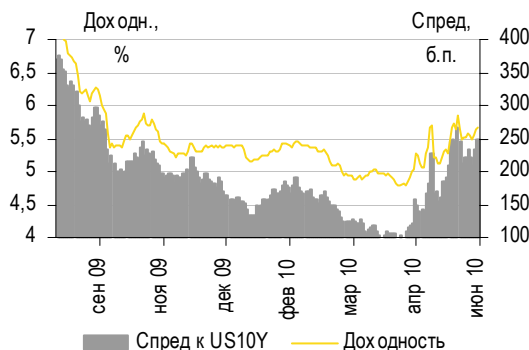
Как видно из графика сверху справа, в мае рост рынка труда США был сравним только с 2000 годом. Естественно, что здесь играет роль эффект низкой базы после глубокого провала 2008–2009 годов, однако если это не восстановление, то что?! Тем временем, как показывает график наверху слева, 10-летние ноты казначейства остаются под линией долгосрочного тренда к снижению доходности, к которой они абсолютно неизбежно придут в будущем. Вопрос только, когда это произойдет, поскольку наш график покрывает временной диапазон более трех десятилетий. Так как в ближайшее время мы не ожидаем провала экономики США в новую рецессию, с нашей точки зрения, 2010 или, в крайнем случае, 2011 годы являются подходящим моментом для того, чтобы доходность 10-летних бумаг протестировала уровень 4,75% и, возможно, ушла выше. Европейские проблемы, безусловно, отодвинули этот момент во времени, но ненадолго.

Таким образом, наш долгосрочный взгляд на американские Treasuries остается негативным: бумаги слишком дороги как с точки зрения своей же исторической динамики, так и сегодняшней ситуации в экономике США. В краткосрочной перспективе возросшая волатильность Treasuries делает их движение труднопредсказуемым, однако и на коротком временном горизонте более разумно ожидать нисходящей коррекции цен, поскольку за последние два месяца 10-летние ноты потеряли почти 1% доходности.

Российские суверенные евробонды очевидно дешевы. Как показывает график внизу слева, спред российского бенчмарка Россия'30 к 10-летним Treasuries расширился в мае со 100 до 250 бп. В этом смысле Минфином были просто феноменально размещены новые 5- и 10-летние евробонды РФ, которые с 29 апреля ни разу не торговались по номиналу.

Майское расширение спреда

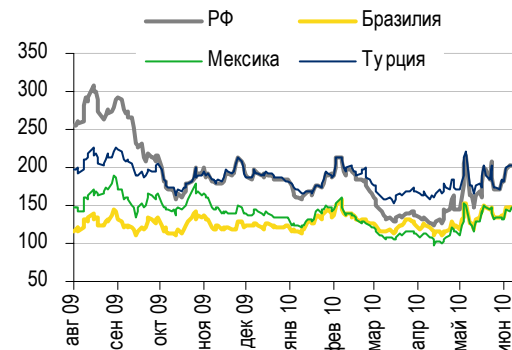
Доходность и спред России '30



Источник: Bloomberg

Риск России вырос?

5-летние спреды CDS, б.п.



Источник: Bloomberg

Российский внешний долг подешевел также и относительно ближайших аналогов на развивающихся рынках. График сверху справа показывает, что еще в марте 5-летний российский CDS (рейтинг России BBB/Ваа1/BBB) торговался буквально чуть-чуть шире Бразилии (BBB-/Ваа3/BBB-) и Мексики (BBB/Ваа1/BBB), но значительно уже Турции (BB/Ва2/BB+). Сейчас же ситуация обратная: CDS спред РФ, расширившись на 75 бп. до 200 бп., сравнялся с турецким, при этом расширение спредов Бразилии и Мексики было гораздо более умеренным. Если же говорить про отдельные

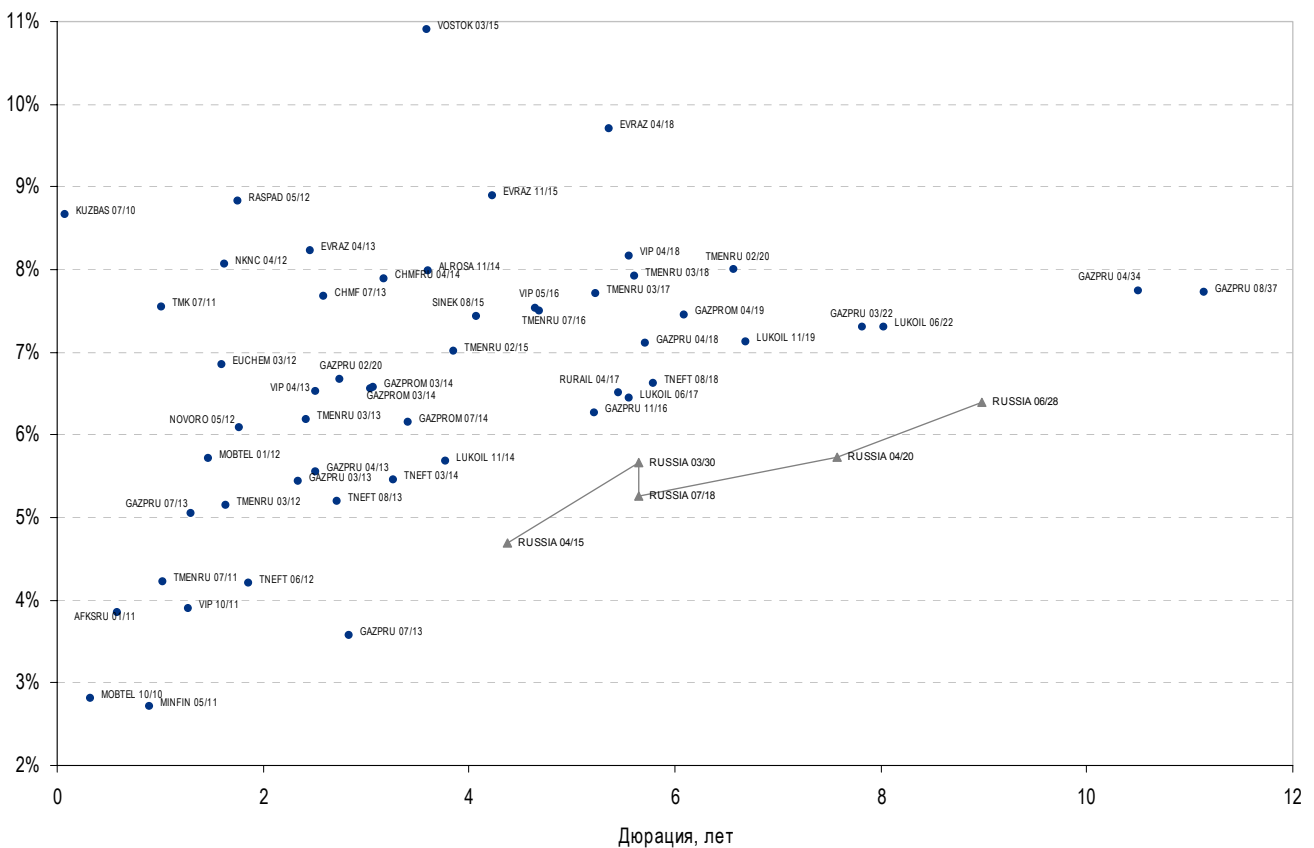
бумаги на суверенной кривой, Россия'30 остается наиболее привлекательной с G-спредом 286 б.п. к кривой американских Treasuries по сравнению с 266 б.п. у России'15 и 247 б.п. у России'20.

В целом мы рекомендуем покупать российский суверенный долг (и особенно Россию'30) как прекрасно обеспеченный нефтяными доходами с фундаментальной точки зрения и незаслуженно перепроданный относительно других развивающихся рынков. Наша оценка справедливого диапазона спреда России'30 к US10Y, определенная в IV квартале 2009 года как 125–175 б.п., остается неизменной.

Появились хорошие возможности для покупки корпоративных бумаг. График ниже представляет собой картину рынка российских корпоративных евробондов за исключением банков.

Коррекция повысила привлекательность долга российских компаний

Российские корпоративные евробонды, номинированные в долларах



Источник: Bloomberg, данные на 8 июня

Перечислим инвестиционные идеи, которые кажутся нам наиболее актуальными.

- После аварии в Мексиканском заливе по вине компании British Petroleum совершенно незаслуженно пострадала вся кривая облигаций ТНК-ВР (тикер TMENRU, рейтинг BBB-/Baa2/BBB-), которая сейчас предлагает премию порядка 250 б.п. к суверенным бондам РФ. Никакого прямого отношения к проблемам ВР компания ТНК-ВР не имеет, тем более что входе корпоративного конфликта 2008 года она, по сути, перешла под управление российского альянса акционеров (напомним, что они делят компанию с ВР ровно пополам). В связи с этим представляется маловероятным, что какие бы то ни было проблемы ВР могут оказать влияние на ТНК-ВР, включая чисто гипотетическую ситуацию, что ВР расстанется с долей в ТНК. Последняя никогда не рассчитывала на помощь акционеров в обслуживании своего долга и, оставаясь одним из флагманов нефтяной отрасли РФ, является одним из лучших представителей корпоративного сегмента евробондового рынка РФ. Напомним, что еще совсем недавно бонды ТНК-ВР торговались почти без премии к кривой Газпрома и со спредом 100–125 б.п. к суверенной кривой.
- На кривой Газпрома наиболее интересно выглядят выпуски White Nights (Baa1) с погашением в 2014 году, а также амортизационный выпуск GAZPRU'20 (BBB+/A-), предлагающий при своей «укороченной» дюрации доходность на уровне кривой Вымпелкома.
- Среди бумаг категории ВВ/В нам продолжает больше всего нравиться риск Евраз (В/В1/В+). Компания обладает очень большим потенциалом улучшения кредитных метрик в 2010 году, и эта тенденция подтверждается

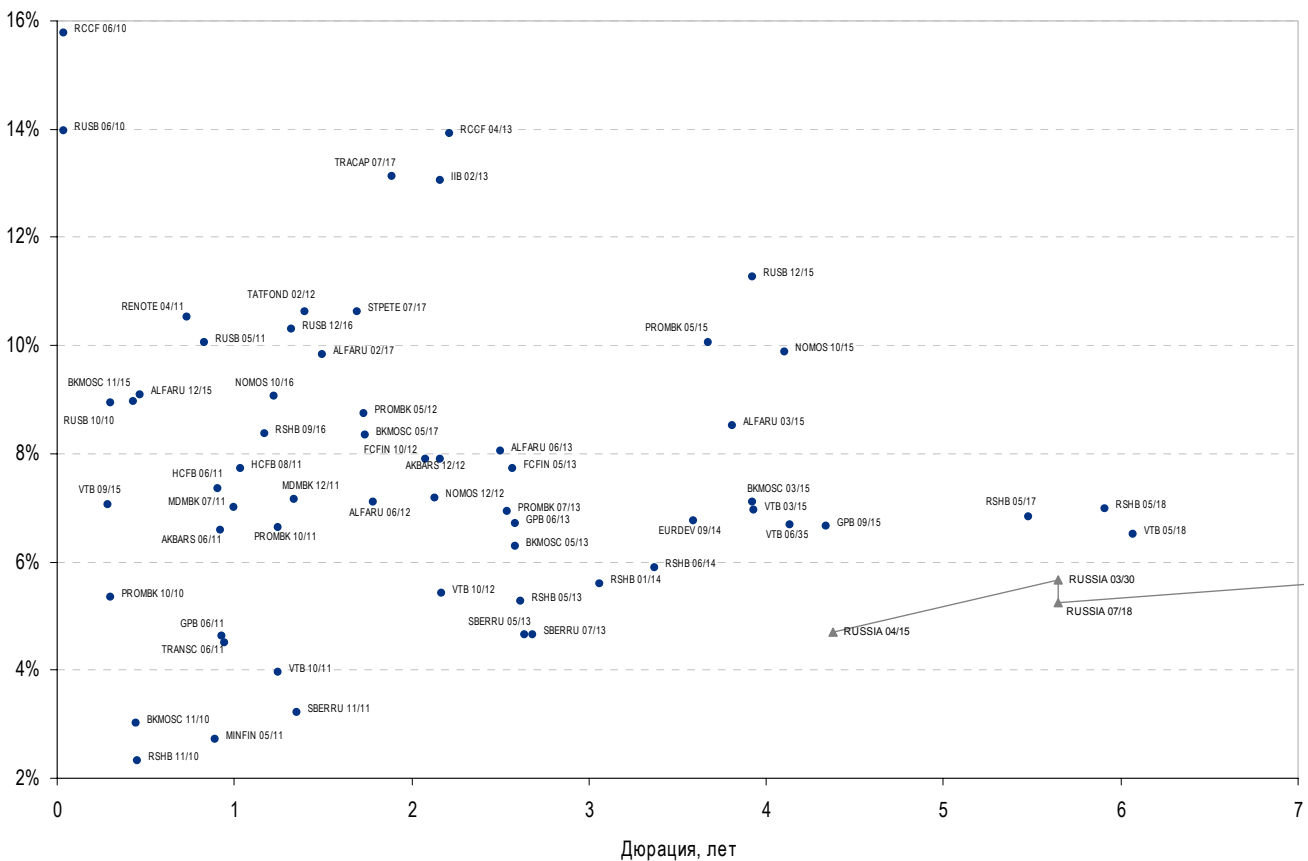
финансовыми данными за I квартал. При этом бонды Евразы предлагают практически самую высокую доходность в металлургическом секторе (конкурентом является только ТМК). Среди бумаг Евразы наиболее привлекательно выглядят EVRAZ'13 и EVRAZ'18.

- Нам также кажутся безопасными с кредитной точки зрения и интересными для покупки бумаги следующих компаний: Северстали (CHMF'14 и '14, рейтинг ВВ-/Вa3/В+), ТМК (ТМК'11, В/В1), ЕвроХима (EUCHEM'12, ВВ/ВВ), НКХ (NKNC'12, В1/В).
- Среди высокодоходных бумаг мы рекомендуем Alliance Oil (VOSTOK'15, В+/В), поскольку наша оценка спреда этого выпуска к кривой Евразы составляет 100 б.п., тогда как сейчас эта премия чуть меньше 250 б.п. Обоснование нашей оценки можно найти в специальном аналитическом отчете по Alliance Oil, опубликованном 7 мая.
- Что касается облигаций Распадской, мы пока остаемся без рекомендации по ним, поскольку работы по осушению шахты и разбору завалов еще не завершены, что не дает возможности даже приблизительно оценить стоимость восстановления и срок возобновления добычи угля – два основных параметра, от которых зависит изменившееся кредитное качество компании. В утешение инвесторам повторим, что запаса ликвидности Распадской на начало 2010 года хватало на нормальное обслуживание долга компании в течение всего года.

Теперь перейдем к банкам. Скажем сразу, что нам в целом нравилось среднее качество российского банковского долга, и мы рекомендуем держать существенную долю средств, отведенных на Россию, в бумагах финансового сектора. Мы помним, что рейтинговые агентства постоянно отмечали слабость банковской системы РФ как один из главных факторов, ограничивающих суверенные рейтинги. Кризис 2008–2009 годов, однако, показал, что российские банки за очень редким исключением довольно легко пережили этот стресс-тест, а стоимость поддержки сектора для государства оказалась в России гораздо ниже, чем в крупнейших развитых странах, некоторые из которых были вынуждены, по сути, осуществить огосударствление всей банковской системы для предотвращения ее коллапса.

Банковский сектор пережил кризис лучше многих других

Евробонды российских банков, номинированные в долларах



Источник: Bloomberg, данные на 8 июня

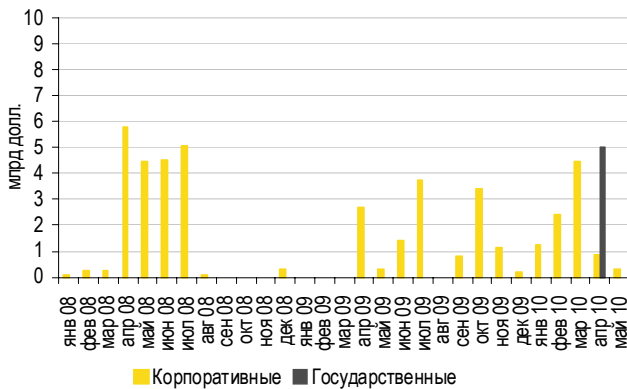
Наши мысли по обращающимся бумагам следующие.

- Бывшие «флагманы» долгового рынка ХКФ (В+/Ва3) и Русский Стандарт (В+/Ва3/В+), судя по отчетности за 2009 год, сохраняют хорошее кредитное качество. ХКФ продолжает пользоваться поддержкой родительской группы PPF, однако по итогам 2009 сумел самостоятельно показать очень хорошую прибыль. Русский Стандарт просто сокращал кредитный портфель, погашая текущие обязательства, что позволило ему заметно улучшить остаточность своего капитала. Вследствие этого все обращающиеся бумаги двух банков могут быть рекомендованы к покупке. Это относится к обеим нотам НСFB с погашением в 2011 году, RUSB'11, а также субординированному выпуску RUSB'15. Единственной проблемой перечисленных выпусков является их низкая торговая ликвидность, поскольку все они были размещены относительно давно.
- Альфа-Банк (В+/Ва1/ВВ-), МДМ (В+/Ва2/ВВ-), Номос (Ва3/В+), АкБарс (Ва3/ВВ) обладают малоразличимым в сравнении друг с другом кредитным качеством, составляя основу группы наиболее устойчивых частных банков РФ. Буквально немного большим риском обладает Промсвязьбанк (В/Ва2/В+), проблемой которого является относительно низкая капитализация при постепенно растущей доле просроченных кредитов в портфеле. С другой стороны, недавнее вхождение ЕБРР в состав миноритарных акционеров ПСБ, безусловно, является положительным кредитным фактором. Выпуски названных эмитентов можно позиционировать относительно друга и приобретать просто на основе спреда, что относится и к субординированному долгу. Перечислим наиболее интересные бумаги: NOMOS'15, PROMBK'15, PROMBK'12, ALFARU'13, АКBARS'12, МДМBK'11.
- Нам очень понравилась отчетность Банка Кредит Европа (Ва3/ВВ-) за 2009 год. Баланс эмитента отличается высокой капитализацией, достигнутой частично за счет поддержки родительской группы FIBA, а частично – за счет хорошей прибыли, заработанной за этот кризисный год. Нам также очень понравилось, что в 2010 году банк вышел на евробондовый рынок только после того, как погасил все свои публичные обязательства, приходившиеся на этот год. Бумаги FCFIN'12 и FCFIN'13 рекомендованы нами на покупку.
- Очень интересны выпуски, имеющие отношение к группе Ренессанс. Мы уже неоднократно рекомендовали к покупке выпуск RENOTE'11, выпущенный головной компанией группы – на основе того, что после покупки 50% Ренессанс Брокера Михаилом Прохоровым Ренессанс имеет достаточно капитала для обеспечения своей устойчивости. Помимо этого, хорошая динамика фондового рынка в 2009 году, а также жесткая программа по контролю издержек обеспечила брокерскому подразделению группы дополнительные доходы. Коммерческий банк Ренессанс Капитал (RCCF) вызывает чуть больше вопросов. Мы предполагаем, что кредитное качество банка является в настоящий момент вполне приемлемым, особенно если посмотреть на достаточность капитала, которая в конце 2009 года превышала 20%, а также на высокую ликвидность. Однако отчетность RCCF за IV квартал 2009 года показала очень значительные потери от списания плохих кредитов, и мы хотели бы получить подтверждение разворота тренда NPL в I квартале 2010 года для того, чтобы с легким сердцем рекомендовать риск RCCF.
- На кривой банков с рейтингами инвестиционного уровня, которая полностью занята квазисуверенными эмитентами, у нас нет каких-то особых предпочтений, поэтому бумаги здесь также можно оценивать просто по их спреду. Очевидно выбивающимися из общей массы в сторону более высокой доходности являются выпуски VTB'12, VTB'15, а также бумаги Банка Москвы ВКМОСC'13 и ВКМОСC'03/15. Вроде бы интересно выглядят и субординированные выпуски с колл-опционами, однако инвесторам необходимо быть осторожными, поскольку у этих бумаг, по сути, отсутствует фиксированная доходность. Например, ВКМОСC'11/15 предлагает доходность 9% к опциону в ноябре 2011 года. Этот уровень, безусловно, выглядит привлекательно, но нет никакой уверенности, что бумага будет выкуплена. Если же этого не произойдет, она станет нормальным пятилетним бондом, а купон будет установлен по формуле «доходность пятилетних Treasuries плюс спред». Какова будет доходность Treasuries в тот момент, наверняка не знает никто. Bloomberg показывает только оценку доходности бонда к погашению исходя из текущего уровня US5Y.

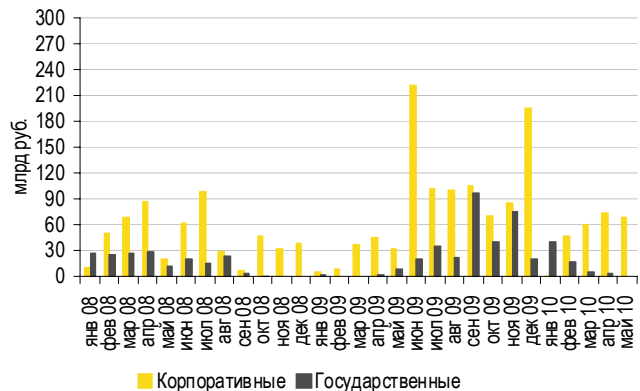
Ликвидность ОФЗ «высохла». После всплеска во второй половине 2009 года Минфин практически прекратил новые размещения локальных государственных облигаций.

Рублевый кран Минфина перекрыт

Первичные размещения на внешнем...



...и внутреннем рынках

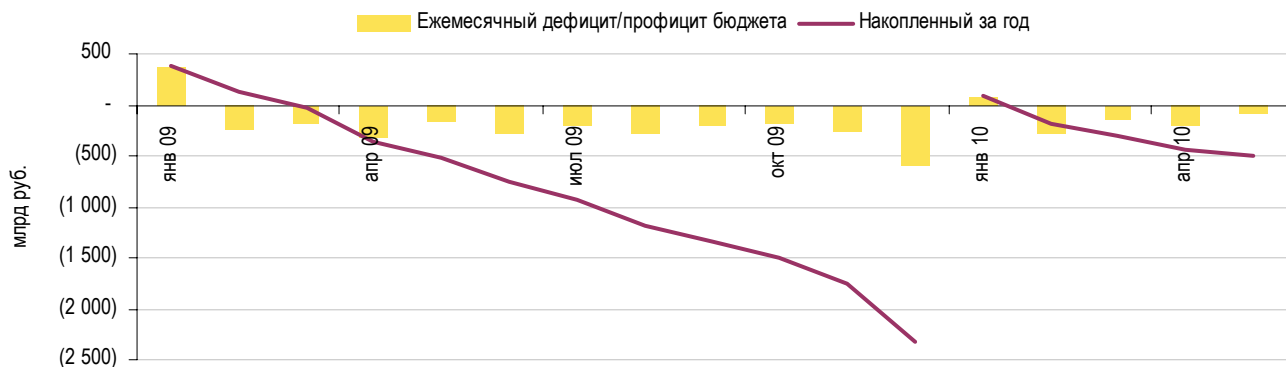


Источники: Cbonds, Минфин

В 2010 году было размещено всего 68 млрд руб. новых ОФЗ, а общий объем госбумаг в обращении (при учете погашений) и вовсе сократился. Тем не менее в апреле МинФин все же принял решение о размещении двух новых суверенных евробондов объемом 5 млрд долл., и, хотя размещение было просто удивительно успешным с ценовой точки зрения, этот шаг выглядит сомнительным, поскольку тот же самый объем вполне можно было бы разместить на локальном рынке, поддержав ликвидность торговли ОФЗ.

Текущий год пока мало отличается от прошлого

Дефицит бюджета РФ

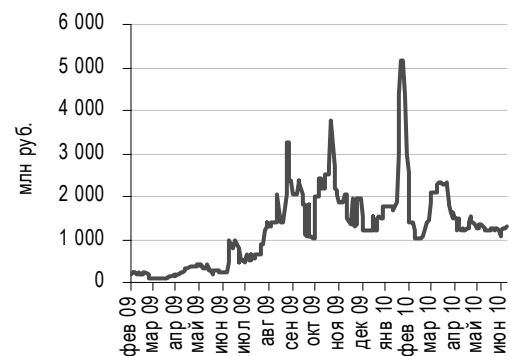


Источники: Bloomberg

Тем временем дефицит бюджета все же нужно финансировать. На конец мая 2010 года накопленный дефицит составил 491 млрд руб. – совсем немногим меньше 510 млрд руб. в конце мая 2009-го. Хотя наш базовый сценарий (см. макропрогноз на стр. 2) предполагает сбалансированный бюджет по итогам 2010 года на фоне более высокой цены на нефть, официальный прогноз правительства РФ продолжает настаивать на дефиците более 5% ВВП, и в ситуации неопределенности относительно будущего уровня доходов от экспорта энергоносителей развитый внутренний облигационный рынок явился бы очень хорошим подспорьем правительству. Однако из-за непоследовательной политики Минфина в 2010 году ОФЗ вновь стали гораздо менее ликвидным сегментом долгового рынка, чем корпоративный долг. Это особенно проявилось при падении цен в апреле – мае, когда даже в таких бумагах, как ОФЗ 46018 (объем в обращении 128 млрд руб.), по несколько дней подряд вообще отсутствовали торговые обороты. График справа показывает, как в последнее время изменялся среднедневной торговый оборот в госсекции на ММВБ. После всплеска в сентябре – ноябре 2009, а также январе 2010 года торговая ликвидность постепенно снижалась в последние месяцы и сейчас находится на уровне августа 2009 года.

Ликвидность торговли ОФЗ упала

Средний дневной оборот в госсекции за вычетом первичных размещений



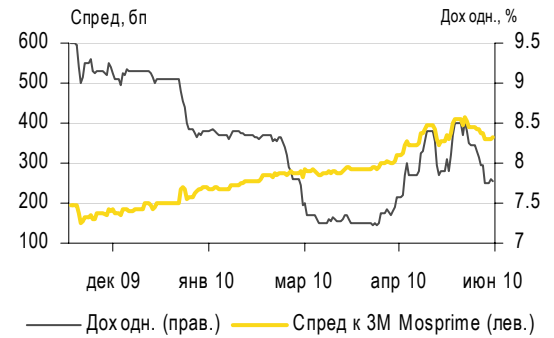
Источники: ММВБ

Именно поэтому, несмотря на снижение цен и рост доходностей последнего времени, мы в настоящий момент воздерживаемся от конкретных рекомендаций по торговле ОФЗ. Более или менее сносная торговая ликвидность присутствует на кривой только вплоть до ОФЗ 25068, то есть четырехлетнего срока до погашения, однако короткие и среднесрочные ОФЗ легко могут быть заменены на более доходные и зачастую более ликвидные квазисуверенные корпоративные бумаги.

А вот корпоративные облигации пора покупать. Ценовой рост на рынке рублевых облигаций отсутствует уже более двух месяцев, однако за это время условия фондирования покупки длинных рублевых облигаций заметно улучшились. График справа показывает спред между доходностью одного из бенчмарков корпоративного сегмента, четырехлетнего выпуска Газпром-11, и трехмесячной ставкой Mosprime. Как видно из графика, этот спред, по сути, показывающий условия carry trade, вырос с начала года с 200 б.п. до 375 б.п. в начале июня. Ожидается ли в ближайшем будущем ужесточение денежной политики ЦБ? Очевидно, что нет – аналитики спорят скорее о том, закончил ли ЦБ 31 мая цикл понижения ставки, или он будет еще продолжен. Таким образом, наш общий взгляд на длинные рублевые облигации заключается в том, что с сегодняшних уровней можно ожидать снижения доходности еще на 150 б.п., то есть доходность того же Газпрома-11 должна в перспективе шести месяцев приблизиться к уровню 6%.

Прекрасные условия фондирования

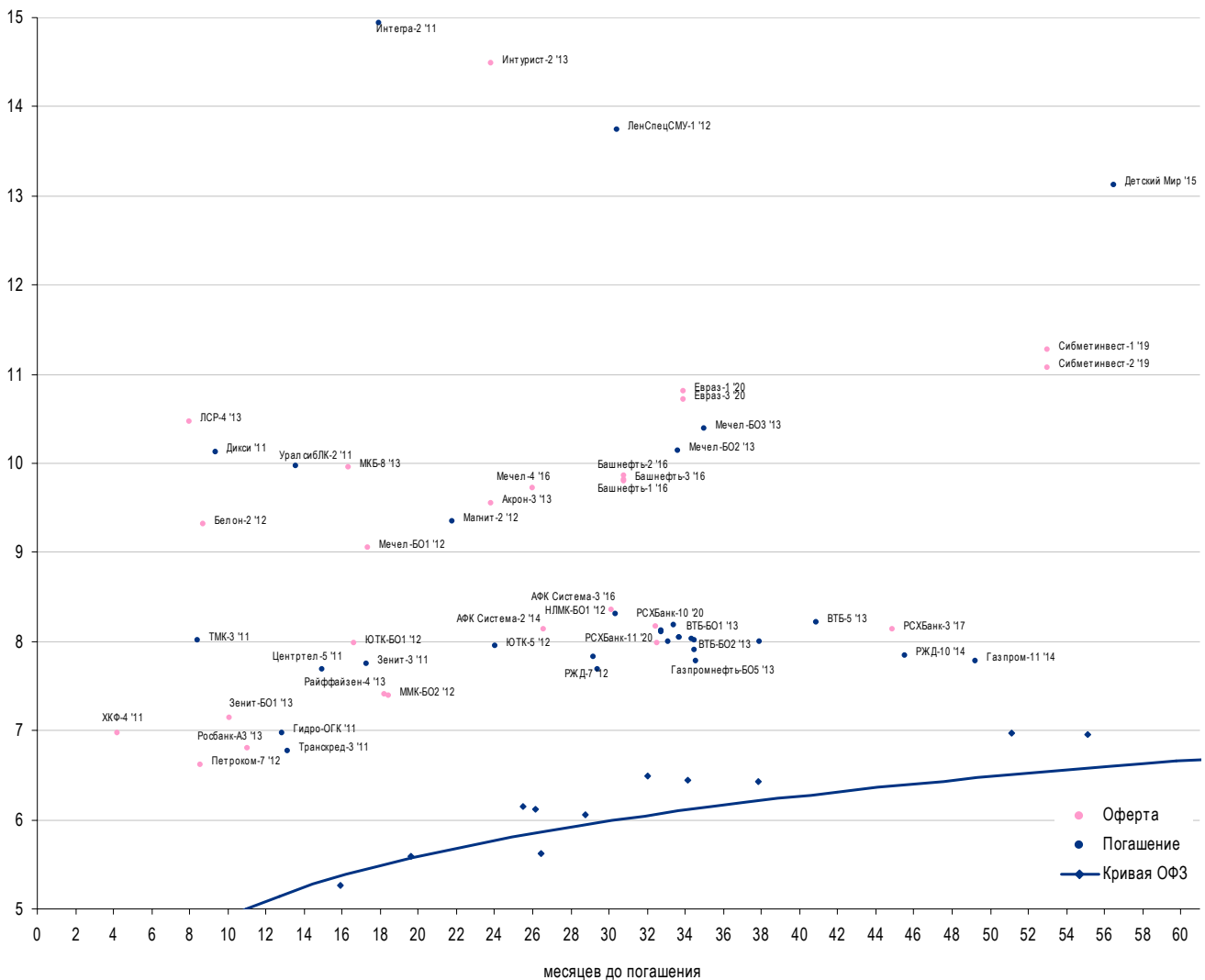
Доходность выпуска Газпром-11 и его спред к трехмесячной ставке Mosprime



Источники: ММВБ, Bloomberg

Покупать можно почти все, а нужно – многое

Некоторые рублевые облигации корпоративного сегмента



Источники: ММВБ, данные на 8 июня

Наши инвестиционные идеи в локальных корпоративных бумагах представлены ниже.

- Как и в случае с евробондами, нам очень нравится риск Евраз, однако на рублевом рынке у этой инвестиции практически нет конкурентов: эмитент предлагает попросту самую высокую доходность во втором эшелоне. В связи с этим мы советуем инвесторам покупать как трехлетние выпуски Евраз-1/3, так и пятилетние Сибметинвест-1/2.
- Приблизительно такая же ситуация с облигациями Мечела, бонды которого пока не представлены на евробондовом рынке. В мае компания наконец получила свой первый кредитный рейтинг – B1 от Moody's, что поможет бумагам эмитента активнее сокращать спред в ближайшем будущем. В среднесрочной перспективе мы ожидаем, что трехлетний риск Мечела будет торговаться под уровнем доходности 9%.
- Еще одной из важных идей в корпоративном сегменте является сейчас покупка облигаций Башнефти, поскольку их спред, составляющий 150 б.п. к бумагам АФК «Система», неоправданно широк. У Башнефти в настоящее время очень низкий левередж, а рост долговой нагрузки, скорее всего, будет связан только с консолидацией Русснефти, которая не предвидится в нынешнем году. Вслед за опубликованием первой консолидированной отчетности, которую мы недавно комментировали, Башнефть активно работает над получением кредитного рейтинга, и мы беспокоимся, как бы рейтинг компании не оказался выше рейтинга ее родителя, АФК «Система».
- В плотной группе более качественных бумаг со сроком два-четыре года до погашения мы предпочитаем бумаги инвестиционного рейтинга, такие как РСХБ-10/11, РСХБ-3, ВТБ-БО1/2, ВТБ-5, РЖД-7, РЖД-10, Газпром-11. Ликвидность, дюрация и отсутствие беспокойства по поводу кредитного риска – вот все, что нужно спекулянту в условиях ожидающегося снижения доходности.
- Среди бумаг умеренной дюрации хорошо выглядят Акрон-2, Магнит-2, АкБарс-3, МБРР-2 и-4, ХКФ-7, Зенит-3. Если забираться чуть выше в доходности, нам нравятся банковские выпуски МКБ-8, УралсибЛК-2, а также недавно размещенный СКБ-БО4. В коротких бумагах корпораций неожиданно интересными стали ранее почти забытые и, к сожалению, низколиквидные выпуски региональных телекомов ЮТК-БО1, Центртел-5, УрСИ-7, а также одна из наших любимых коротких бумаг ТМК-3.
- Если говорить о высокодоходных облигациях, из них мы сейчас стараемся касаться только тех, что обладают хорошо контролируемым кредитным качеством, то есть, по меньшей мере, регулярно публикуют аудированную отчетность по МСФО. Из таких бумаг отметим выпуски Интегра-2 и ЛенСпецСМУ-1, предлагающие инвесторам очень хорошее соотношение доходность – риск.

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

Коррадо Таведжиа, taveggjac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpoaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@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

Управление 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 долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Экономика

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

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@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