

Казначейские облигации США

Политический фактор

В последнее время доходности американских Treasuries постепенно корректировались вниз, отступая от пика, достигнутого в начале февраля. Причиной такого движения изначально послужила относительно слабая американская экономическая статистика, однако наибольший вклад все же внесли события в Ливии, вызвавшие взлет нефтяных цен и, соответственно, снизившие аппетит инвесторов к риску. Таким образом, доходность 10-летних нот казначейства вернулась в диапазон 3,25–3,55%, в который она вошла в середине декабря прошлого года.

Помимо Ливии, из интересных новостей последнего времени можно отметить возникшую вдруг дискуссию о том, что ЕЦБ близок к началу повышения ставок на фоне появившихся в Европе признаков роста инфляционного давления. Сигнал поступил от одного из второстепенных функционеров ЕЦБ и получил широкую прессу, в том числе и в США. С другой стороны, январские данные о росте индекса потребительских цен показали, что базовая инфляция составила всего 1% год к году, что все еще очень незначительно, поскольку нормальным уровнем этого показателя можно считать отметку 2%.

Тем не менее с фундаментальной точки зрения логика посткризисного восстановления экономики США диктует более высокие доходности Treasuries. Напомним, что ставки на длинном конце кривой уже заметно подросли относительно октябрьского минимума, при том что ФРС пока даже не приступала к ужесточению своей беспрецедентно мягкой денежной политики. Соответственно, с появлением признаков ускорения инфляции продажи средне- и долгосрочных Treasuries должны будут усилиться. К тому же во второй половине 2011 г. поддержка рынка Treasuries со стороны ФРС в виде прямых покупок на открытом рынке должна прекратиться.

Соответственно, в конце 2011 г. мы продолжаем ждать 10-летние ноты в точке 4,5% и на заметно более высоких уровнях – в 2012–2013 гг.

Russia'30

Тенденция к сужению спреда сохраняется

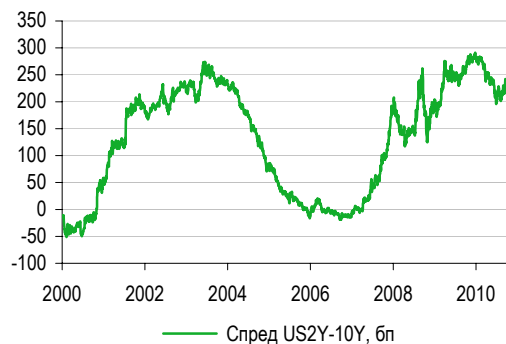
В настоящий момент российский суверенный бенчмарк торгуется со спредом 140 б.п. к 10-летним Treasuries в сравнении со 160 б.п. в начале февраля. В меньшей степени, но все же сократилась стоимость защиты от дефолта РФ сроком на пять лет, составляющая сейчас 150 б.п. против 155 б.п. двумя неделями ранее. Кстати, минимум CDS-спреда в этом периоде составил 140 б.п., однако в последние дни стоимость защиты постепенно росла из-за упомянутого выше снижения склонности инвесторов к риску. Показательным техническим сигналом будет пробитие российским CDS-спредом

Доходность US10Y, %



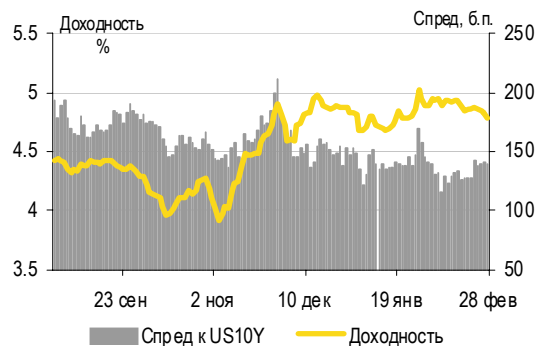
Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

Russia'30



Источник: Bloomberg

отметки 140 б.п. вниз, поскольку уже четыре месяца стоимости российского риска не удается преодолеть эту границу.

А сокращать кредитный спред давно пора: фискальная ситуация в РФ очевидно улучшается. В начале февраля в специальном отчете мы писали, что ожидаем дефицита бюджета в 2011 г. не более 1,5% ВВП, тогда как официальный прогноз составляет 3%. При этом наша оценка не учитывала последующий подскок цены нефти Urals выше 100 долл./барр.

Тем временем премия российского CDS-спреда к бразильскому составляет сейчас 30 б.п. в сравнении со средним значением минус 25 б.п. в 2007 г. Учитывая это, а также историческую динамику суверенного спреда РФ, мы прогнозируем спред России к 10-летним Treasuries на докризисном уровне 100 б.п. к концу текущего года, что соответствует доходности 5,5%, если верить нашему прогнозу по 10-летним нотам казначейства США. Эта целевая доходность выше сегодняшней приблизительно на 65 б.п., поэтому мы предостерегаем инвесторов от создания длинных позиций в российском суверенном долларом долге.

Обменный курс рубля

Рост должен продолжиться

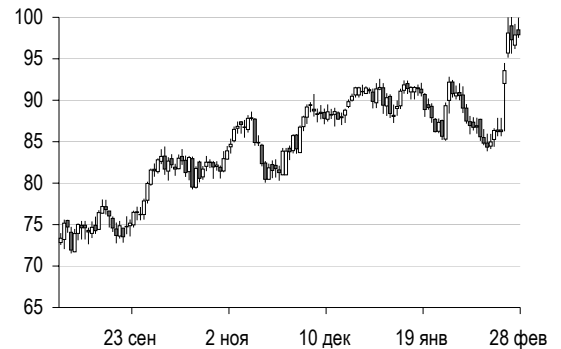
С начала месяца национальная валюта подорожала относительно бивалютной корзины почти на 1 рубль, что было вызвано ростом цены на нефть вследствие проблем в Египте и Ливии. Однако, даже если не брать в расчет эти «неожиданные трудности», постепенное повышение цен на энергоносители уже давно казалось нам наиболее вероятным сценарием как следствие переоценки товарных рынков из-за смягчения денежной политики в США.

Забегая немного вперед, отметим, что повышение в пятницу ставки рефинансирования ЦБ является еще одним аргументом в пользу спекулятивной привлекательности рубля, при этом регулятор вряд ли будет сейчас сильно препятствовать росту национальной валюты, раз борьба с инфляцией (ради которой и была поднята ставка) становится теперь первым приоритетом.

В январе ЦБ впервые с августа 2010 г. покупал доллары на открытом рынке (объем покупок составил 645 млн долл.), что косвенно свидетельствует, по меньшей мере, о существенном ослаблении оттока капитала, который был основной причиной снижения курса рубля к корзине в сентябре-ноябре. Если добавить к этому улучшение торгового баланса (его профицит в декабре вырос до 15,4 млрд долл. против 10,9 млрд. месяцем ранее), ситуация выглядит для рубля вполне положительно.

Наш прогноз курса рубля в 2011 г. составлял 29,2 руб./долл., и в конце прошлой недели этот уровень был преодолен. Стоит, однако, отметить, что в наши расчеты была заложена средняя цена на нефть 83 долл./барр., поэтому более крепкие товарные рынки диктуют опережающую наш прогноз динамику рубля. Тем не менее относительно бивалютной корзины рубль пока не только не достиг докризисных высот, но и остается слабее майского пика 2010 г. (33,4

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

руб.), поэтому постепенное укрепление национальной валюты остается для нас базовым сценарием до конца года.

Макроэкономика

Рост под вопросом

Наиболее интересная макростатистика последнего времени была опубликована Росстатом 17 февраля. Она показала снижение объема инвестиций в январе на 4,7% год к году, которое дополнялось падением реальных располагаемых доходов населения на 5,5% к уровню прошлого года. Это одновременное ослабление инвестиционного и потребительского спроса позволило нашей команде макроэкономистов сделать вывод о том, что экономика РФ стоит на пороге существенного снижения темпов роста ВВП. С другой стороны, с тех пор цены на нефть прибавили еще как минимум 10 долл./барр., что делает чистый экспорт наиболее вероятным новым фактором роста. В совокупности ситуация остается пока сбалансированной, однако внутренние источники развития российской экономики заслуживают самого пристального внимания в ближайшие месяцы.

По понятным причинам инфляция всегда занимает наше внимание, и сейчас можно сказать, что пик роста цен, связанный с новогодним повышением регулируемых тарифов, преодолен. На 21 февраля годовая инфляция составила 9,7%, при этом в последнее время цены росли в среднем на 0,2% еженедельно – в пределах значений ноября–декабря прошлого года. Наш прогноз по инфляции в 2011 г. составляет пока 9,5%, сейчас мы видим опасность превышения этой величины, но не исключено и то, что во второй половине года инфляционное давление может немного ослабнуть. Это, конечно, будет во многом зависеть от дальнейших шагов ЦБ.

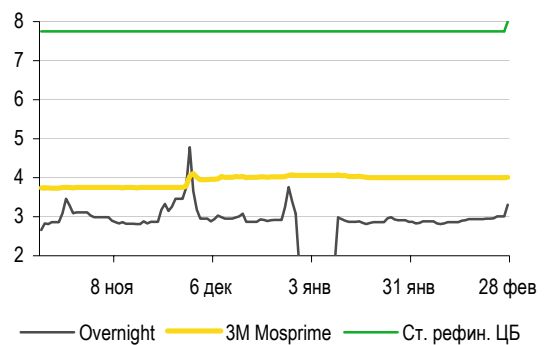
Российский денежный рынок

Долгожданное повышение ставок

В пятницу 25 февраля ЦБ решил-таки начать новый цикл ужесточения денежной политики. Вопрос был действительно непростым, ведь, помимо инфляционной угрозы, в январе, как мы писали выше, сгустились тучи и над и без того умеренным экономическим ростом. Тем не менее задача борьбы с инфляцией в данном случае возобладала, и в итоге основные ставки были подняты на 25 б.п., в результате чего ставка однодневного репо выросла до 5%, а депозитная на тот же срок – до 3% годовых.

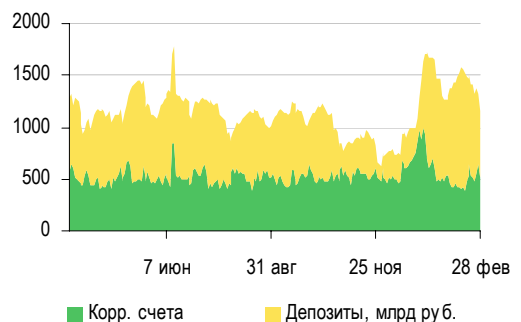
В нашей стратегии по рынку облигаций, опубликованной в декабре прошлого года, мы соглашались с необходимостью повышения ставки рефинансирования. Наша цель по ставке на конец 2011 г. была установлена на уровне 9%, где остается и по сей день. Таким образом, мы ожидаем, что ЦБ продолжит постепенное ужесточение денежной политики, и ставка рефинансирования вырастет еще на 100 б.п. по сравнению с текущим уровнем. Одновременно с решением по ставкам совет директоров ЦБ постановил ужесточить резервные требования для банков, увеличив норму обязательного резервирования в среднем еще на 0,5%.

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

Чем же эти решения грозят денежному рынку? С нашей точки зрения, пока – почти ничем. Повышение норм резервирования уменьшит объем свободной ликвидности в банковской системе на сумму в пределах 100 млрд руб. Напомним, что в последнее время объем добровольных резервов банков в ЦБ устойчиво превышает 1 трлн руб., поэтому такой скромный отток вряд ли как-то отразится на краткосрочных ставках. Повышение депозитных ставок Банка России, конечно, толкает рыночные ставки вверх, ограничивая их снизу, однако в условиях избытка ликвидности это приведет лишь к тому, что ставка overnight перейдет от 2,75–3% в диапазон 3–3,25%. Это мало что меняет для рынка – просто кривая доходности станет чуть менее наклонной за счет подъема короткого конца.

Вообще, фактор наличия большого объема ликвидности является сейчас более существенным, чем уровень ставки рефинансирования. Высокие цены на нефть толкают вверх рубль, а это вынуждает ЦБ покупать на рынке доллары, что, в свою очередь, приводит к постоянному пополнению финансовой системы свободными средствами. Поскольку до конца года мы прогнозируем умеренно положительную динамику как цен на нефть, так и рубля, это дает уверенность, что денежный рынок в ближайшие месяцы также ждет весьма светлое будущее.

Долгосрочные рублевые ставки

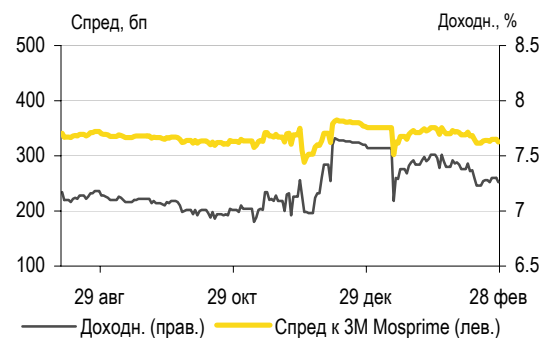
Ждать коррекции можно долго

Несомненно, рост ставок ЦБ является негативным фактором для рынка рублевых облигаций, однако как непосредственная реакция трейдеров в пятницу, оказавшаяся нулевой, так и некоторые фундаментальные соображения подсказывают нам, что массивных продаж вследствие действий ЦБ на рынке ожидать не стоит.

Напомним: наш взгляд на доходности рублевых облигаций в 2011 г. состоит в том, что они мало изменятся в сравнении с концом 2010 г. В частности, наш прогноз 5-летней точки на кривой ОФЗ находится на уровне 7,25%, причем сделан он на базе ожиданий, что ставка рефинансирования поднимется в это время до 9%. Ниже перечислены основные аргументы в пользу такого взгляда.

- Текущие уровни доходности на рынке ОФЗ существовали до кризиса при более высокой инфляции и значительно более высокой ставке рефинансирования. Например, разница между 5-летней доходностью ОФЗ и 12-месечной инфляцией составляет сейчас -206 б.п. против -635 б.п. в середине 2005 г.
- Подъем ставки рефинансирования означает не только давление на рынок, но и помощь ему: более высокие ставки повышают вероятность роста рубля, а это, в свою очередь, стимулирует покупки российского внутреннего долга иностранными инвесторами.
- Высокая цена на нефть при отсутствии свободного валютного курса приводит, как мы это отмечали в разделе о денежном рынке, к притоку свободной ликвидности. Последняя

Газпром-11



стимулирует покупки рублевых облигаций. Исторически существенные коррекции на рынке рублевых облигаций происходили только на фоне острого недостатка средств на денежном рынке. Ничего подобного до конца текущего года мы не ожидаем.

Соответственно, на локальном рынке остаются актуальными следующие три основных подхода к зарабатыванию денег:

- получение премии при первичном размещении;
- «скатывание» вдоль кривой, то есть покупка 3-4-летних ликвидных бумаг и удержание их на позиции в течение, например, 12 месяцев. Дополнительный доход здесь возникает за счет снижения доходности бумаги, поскольку наклон кривой в настоящий момент близок к исторически максимальному;
- поиск в высокодоходном сегменте возможностей корпоративных облигаций, сочетающихся с умеренным кредитным риском. Такие варианты сохраняются пока, например, в строительном и банковском секторах.

И в заключение – о размещении суверенного рублевого евробонда. Минфин в очередной раз оказался удивительно мудр, закрыв сделку прямо накануне повышения ставки рефинансирования. Россия разместила 40 млрд руб. на семь лет с купоном 7,85%. Кстати говоря, несмотря на подъем ставки, сейчас бумага торгуется даже немного выше номинала. Поскольку в итоге доходность оказалась для Минфина приблизительно соответствующей кривой ОФЗ, размещение этого евробонда во многом является имиджевым шагом, который призван дать два основных эффекта. Во-первых, приучить большее количество иностранных инвесторов к рублевому риску, что хорошо ложится в общую логику задачи о создании в Москве финансового центра. Во-вторых, облегчить путь на этот рынок качественным российским эмитентам. Интересно, буквально вчера стало известно, что Россельхозбанк объявил о начале роуд-шоу по размещению своего второго рублевого евробондового выпуска.

Что же касается Минфина, на прошлой неделе Алексей Кудрин объявил о сокращении программы заимствования РФ на 500 млрд руб. Это укрепляет нас во мнении, что бюджетный дефицит РФ, как мы уже отмечали, не превысит в текущем году 1,5% ВВП в сравнении с официальным прогнозом 3%, то есть окажется в рамках 700–800 млрд руб. Если же цены на нефть продержатся выше 100 долл./барр. существенное время, эти оценки будут снова пересмотрены в сторону уменьшения. Таким образом, объем размещения Минфином новых бумаг скорее окажется в нынешнем году заметно меньше обещанного.

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, taveggiac@uralsib.ru
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

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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

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, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@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, pushsds@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyann@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 oferta или предложение делать ofertas. 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