

Казначейские облигации США

Агентство S&P не произвело фурора

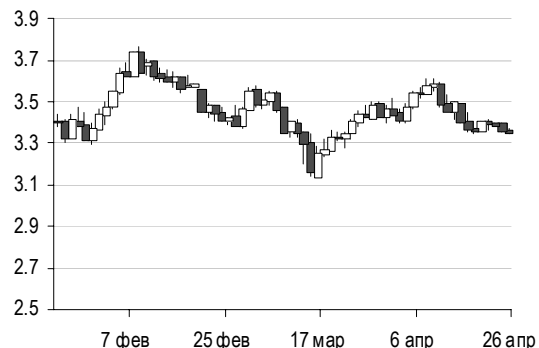
Как известно, 18 апреля рейтинговое агентство S&P изменило прогноз кредитного рейтинга США со «Стабильного» на «Негативный», чем вызвало живую дискуссию о будущем американского суверенного долга. Несмотря на это, решение S&P не оказало реального влияния на котировки Treasuries, более того – во второй половине месяца доходность 10-летних нот даже несколько снизилась.

Мы уже писали, что не верим в потерю Америкой рейтинга AAA, поскольку долг США должен либо иметь высший рейтинг, либо быть реструктурирован. Так что агентство S&P сыграло на опережение и поставило своего конкурента Moody's в тяжелое положение. С одной стороны, рост долгового бремени США нельзя не замечать, что и отражено в пониженном прогнозе, а с другой – реальное снижение рейтинга даже на одну ступень может оказать самое пагубное влияние на финансовые рынки. Поэтому S&P, которое сделало шаг первым, оставляет себе свободу маневра – сохранять этот прогноз «Негативным» в течение неопределенного времени либо вновь повысить его до «Стабильного», тогда как Moody's в нынешней ситуации потребуются дополнительные веские аргументы, чтобы понизить свой прогноз, не вызвав шквала обвинений со стороны американского истеблишмента в необоснованном «раскачивании лодки».

Сказанное нами не следует расценивать как утверждение об отсутствии в Америке долговой проблемы – она, разумеется, есть и пока продолжает усугубляться, однако мы уверены, что, если катастрофа в этой сфере когда-то и произойдет, она уж точно не будет вызвана действиями рейтинговых агентств и не случится в ближайшие 12 месяцев. Тяжелый момент может наступить, когда выяснится, что относительно медленный посткризисный рост на фоне высоких цен на ресурсы не дает развитым странам возможности сократить свои бюджетные дефициты до безопасного уровня 2–3% ВВП. По нашему мнению, для этого потребуется еще несколько лет (а при положительном сценарии развития мировой экономики – вообще неопределенное время), и, как следствие, мы не советуем инвесторам принимать какие-либо инвестиционные решения, ориентируясь на последний шаг S&P.

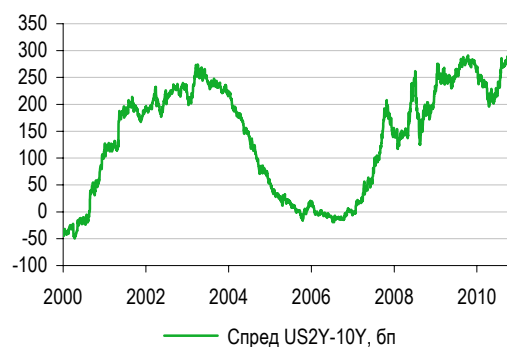
Что же касается Treasuries, нам представляется наиболее вероятным, что короткий конец кривой будет оставаться на очень низком уровне еще долгое время, а наклон кривой будет очень крутым и может еще увеличиться по сравнению со своим текущим историческим максимумом (зеленая линия справа). Соответственно, наша цель по US10Y на конец 2011 г. остается на уровне 4,5%, что отражает перспективу переоценки инвесторами реального риска вложения средств в суверенные бумаги США. В середине года ФРС свернет свою программу количественного смягчения, что, с одной стороны, замедлит рост денежного предложения, а с другой – положит конец прямым покупкам Treasuries со стороны ФРС. Соответственно, во второй половине года рынок подчинится обычной логике рыночного восстановления, которая будет способствовать росту доходностей.

10-летние Treasuries



Источники: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источники: Bloomberg

Russia'30

Российский риск вновь дешев

Основным событием на внешних рынках, которое, возможно, и не было следствием изменения прогноза по рейтингу США, но по времени удивительно точно совпало с ним, стал резкий рост стоимости защиты от дефолта Греции, Португалии и Ирландии. В настоящий момент пятилетний CDS-спред Греции составляет 1 330 б.п., что на 330 б.п. больше, чем в начале апреля. Сам по себе этот уровень становится уже малозначимым и отражает только тот факт, что участники рынка ожидают реструктуризации государственного долга этой страны. Тем временем непосредственной угрозы такого события не существует – Греция, равно как и остальные вышеперечисленные страны, находится под «зонтиком» европейского гарантийного фонда, обеспечивающего исполнение ими своих обязательств по меньшей мере до конца 2012 г.

Несмотря на это, негативное влияние долговой проблемы периферийных стран Еврозоны в последнюю пару недель ощущалось в котировках облигаций развивающихся рынков, и особенно России. К концу апреля спред Russia'30 к US10Y вырос до 135 б.п. по сравнению со 110 б.п. на минимуме в начале месяца. Поскольку это движение не имеет никакого отношения к фундаментальной стороне вопроса, которая в последнее время как раз демонстрирует признаки существенного улучшения (перспектива бездефицитного бюджета уже в этом году, разговоры о возобновлении роста резервного фонда), мы заключаем, что расширение суверенного спреда РФ означает рост относительной привлекательности российского долга.

Наш прогноз относительно спреда Russia'30 к US10Y на конец 2011 г. составляет 100 б.п., и в нынешнем году мы ожидаем повышения рейтинга РФ по версии каждого из трех основных рейтинговых агентств. С абсолютной же точки зрения длинные долларские облигации (практически независимо от эмитента) кажутся нам довольно рискованным объектом инвестиций. Поскольку наша цель по US10Y составляет 4,5%, доходность Russia'30 может к концу года достигнуть 5,5%, что на 80 б.п. выше текущего уровня.

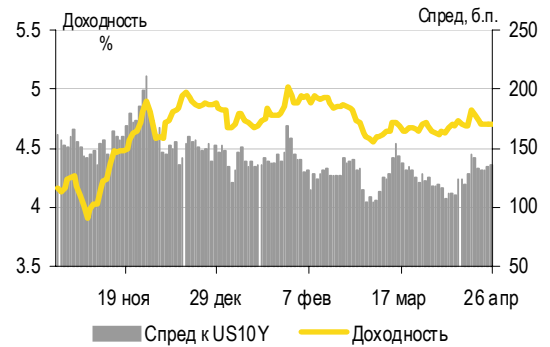
Обменный курс рубля

Перспективы чуть более туманны

Большое ралли рубля, продолжавшееся со второй половины ноября прошлого по начало марта текущего года, закончилось, и уже почти два месяца национальная валюта движется по отношению к бивалютной корзине в рамках бокового тренда. С начала апреля рубль укрепился относительно корзины лишь на 0,5%, тогда как нефть (фьючерсы на WTI) выросла за тот же период на 4,9%.

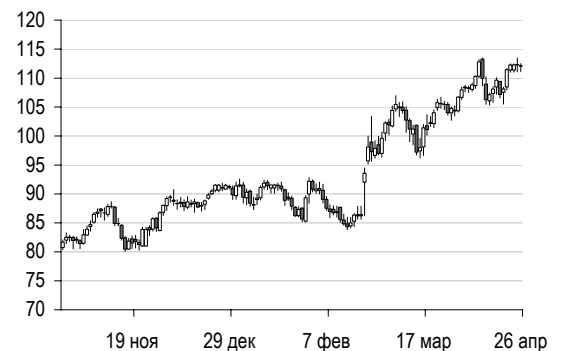
Со стороны торгового баланса все формально благополучно – в феврале его месячный профицит достиг 17,4 млрд долл. (по сравнению с 14,9 млрд. в январе) – самого высокого значения с августа 2008 г. С другой стороны, укрепление рубля и продолжающийся подъем экономики привели к опережающему росту импорта относительно экспорта – соответственно 39% и 28% год к году в феврале. В ближайшем будущем эта тенденция грозит сокращением положительного сальдо торгового баланса, если,

Russia'30



Источники: Bloomberg

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источники: Bloomberg

конечно, цена на нефть не продолжит расти такими же темпами, как в последние два квартала.

Что же касается счета капитальных операций, то по итогам I квартала ЦБ зафиксировал отток капитала в размере 21,3 млрд долл., что подразумевает отток порядка 4 млрд долл. в марте – меньше, чем в феврале и январе, но пока вполне существенная сумма. В последнее время уже несколько представителей правительства РФ пообещали, что стране удастся переломить тенденцию к бегству капитала по итогам года.

Суммируя сказанное, приходим к следующим выводам. Завершение количественного смягчения в США как будто ограничивает возможности роста цен на нефть, что вместе с ростом импорта почти на 40% год к году не позволяет экстраполировать весомый торговый профицит I квартала на весь 2011 г. С другой стороны, существует вероятность улучшения динамики капитального счета, хотя прогнозировать что-либо здесь очень сложно. В итоге, ситуация с рублем выглядит сейчас более сбалансированной, чем несколькими месяцами ранее, когда после существенного ослабления национальной валюты перспектива ее роста на фоне двинувшейся вверх цены на нефть выглядела очевидной.

Впрочем, последнее не меняет нашего долгосрочного взгляда на рубль, который остается умеренно положительным. При этом мы видим риск незначительного пересмотра нашего прогноза среднегодового курса доллара с текущего уровня 29,4 руб./долл. до чуть более низкого значения.

Макроэкономика

Рост кредитования ускоряется

Данные ЦБ за март свидетельствуют о том, что коммерческое кредитование продолжает набирать обороты. Так, на конец месяца темпы роста корпоративных портфелей составили 15,5% год к году по сравнению с 14,2% в феврале. Розничное кредитование немного отстает, но тоже движется хорошими темпами: +12,4% в марте против 11,75% месяцем ранее.

Напомним, что макропрогноз УРАЛСИБа предполагает по итогам 2011 г. рост инвестиций на 11,7% против 6% в 2010 г., и динамичное увеличение банковских портфелей поддерживает нашу точку зрения. Наш прогноз роста ВВП РФ в текущем году равен 4,5% и пока выглядит вполне реалистичным.

Российский денежный рынок

Подушка ликвидности начала сдуваться

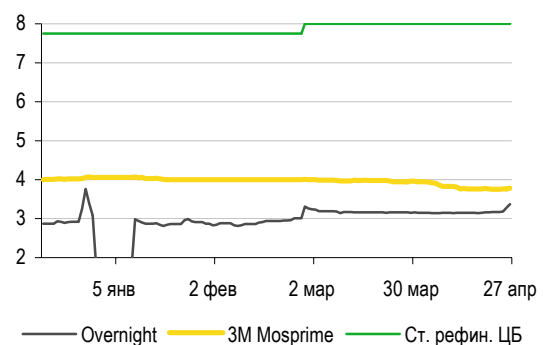
В конце апреля наметились первые признаки сокращения объема свободной ликвидности в банковской системе. На 26 апреля сумма остатков на корсчетах и депозитах банков в ЦБ снизилась до 1,01 трлн руб. – минимального значения с декабря 2010 г. Одновременно ставка овернайт поднялась со своего «нормального» уровня 3,15% до 3,37%. Понятно, что эти события происходили на фоне налоговых платежей, однако в прошлый раз такой подскок овернаита наблюдался в последнюю пятницу февраля ввиду роста основных ставок ЦБ на 25 б.п., тогда как сейчас рост не был связан с действиями регулятора.

Курс бивалютной корзины, руб.



Источники: Bloomberg

Ставки денежного рынка, %



Источники: Bloomberg

Кстати говоря, в эту пятницу совет директоров ЦБ соберется в очередной раз, чтобы обсудить денежно-кредитную политику. Вероятность принятия решения о подъеме ставки рефинансирования мы оцениваем как низкую ввиду замедления инфляции в последнее время, однако дальнейшего ужесточения резервных требований для банков вполне можно ожидать. Повышения нормативов ФОР еще на 50 б.п. может привести к оттоку с рынка еще 50–100 млрд руб. свободных средств, в результате чего продолжит сдуваться подушка ликвидности, накопленная к началу года на фоне огромных декабрьских расходов Минфина.

Вывод из сказанного таков: мы видим первые в этом году признаки сокращения объема доступных средств в банковской системе, однако сам по себе уровень ликвидности остается пока очень высоким. Так, в апреле средний объем банковских остатков в ЦБ в апреле превышает показатель декабря прошлого года почти на 50%. Соответственно, в ближайшие три месяца мы не ожидаем на денежном рынке существенного дефицита средств, и, как следствие, ставка овернайт в среднем останется вблизи короткой ставки по депозитам ЦБ. Со временем можно ожидать некоторого увеличения волатильности ставок денежного рынка в периоды налоговых платежей, однако пока мы не склонны считать, что этот процесс угрожает ценам долгосрочных рублевых активов. Наш прогноз по ставке рефинансирования на конец года не изменился – 9%, то есть на 100 б.п. выше текущего уровня.

Долгосрочные рублевые ставки

Все спокойно

Изменение прогноза рейтинга США 18 апреля несколько напугало участников рублевого рынка облигаций, вызвав кратковременный подскок доходностей в пределах 25 б.п. по основным ликвидным позициям. Затем ситуация быстро успокоилась, и ценовые потери были ликвидированы.

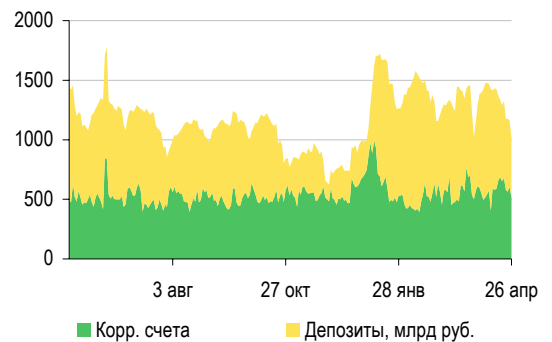
В настоящий момент пятилетняя ставка на рынке ОФЗ находится на уровне 7,35% по сравнению с минимумом 6%, наблюдавшимся в 2007 г. Таким образом, доходности ОФЗ нельзя назвать слишком низкими с исторической точки зрения. Дисконт пятилетней ставки к 12-месячной инфляции, который сейчас приблизительно равен 225 б.п., также нельзя назвать аномально большим, поскольку, например, в 2005 г. он довольно долго находился на уровне 600 б.п. При этом наклон кривой ОФЗ, который мы измеряем как разницу между пятилетней и годичной точками, очень близок к своему максимальному значению, за которое, если исключить узкий пик начала 2004 г., можно принять 300 б.п.

Все вышесказанное убеждает нас, что источником возможного роста доходности на рублевом рынке может стать только острая нехватка средств на денежном рынке, которой мы в обозримом будущем не ожидаем. Соответственно, наш прогноз, согласно которому на конец года доходности ОФЗ не изменятся, остается в силе.

Сказанное выше позволяет сделать следующие выводы:

- Как мы уже не раз писали, при текущем наклоне кривой хорошим способом получения дохода выше рынка является «скатывание» вдоль этой кривой, то есть покупка корпоративных бумаг длиной три–четыре года и ОФЗ длиной

Уровень банковской ликвидности



Источники: Bloomberg

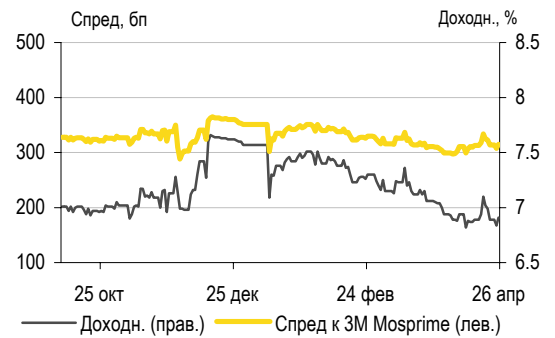
четыре–пять лет с сохранением бумаг на позиции в течение 6–12 месяцев.

- Первичные размещения являются основным источником «альфы», как, впрочем, и должно быть.
- Узкие кредитные спреды корпоративного сегмента делают игру во многих бумагах первого эшелона менее интересной по сравнению с покупкой чуть более длинных ликвидных ОФЗ.

Кстати о ликвидности. Согласно рассчитываемым нами внутренним индексам, средний бид-аск спред в корпоративном сегменте рублевого рынка облигаций к настоящему моменту сократился до 40 б.п., что близко к «хорошим» докризисным уровням. Тот же показатель для ОФЗ составляет сейчас 13–15 б.п. Что же касается торговых оборотов, то в течение последней недели марта текущего года был достигнут их абсолютный исторический максимум на фондовой секции (считались только облигации). Все это хорошие признаки взросления внутреннего рынка, который уже можно назвать вышедшим из кризиса.

С точки зрения доходности ситуация, конечно, не такая радужная – доходность индекса корпоративного сегмента с начала года составила 3,55% против 6,97% за тот же период 2010 г. Приблизительно так же вел себя и государственный сегмент – 2,5% с начала года в сравнении с 7,4% в те же даты годом ранее. Однако в годовом выражении все выглядит не так уж плохо: доходность сегмента ОФЗ, приведенная к годовому показателю, составляет пока 7,9%, что чуть выше среднего купона, а в корпоративном секторе эта величина достигает 11,3%. Корпоративные бумаги логично опередили сегмент ОФЗ за счет более высоких купонов, а также из-за интенсивного сжатия корпоративных спредов в начале года. По итогам же года разница в доходности корпоративного и государственного индексов может оказаться меньше, поскольку сжатие достигло предела, дальше которого оно не может идти.

Газпром-11



Источники: 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

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, feltsmad@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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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, 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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@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 Гринкрюг, 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 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