

Казначейские облигации США

Лучший актив в нынешнем году

После паузы, необходимой для написания стратегии на 2012 г., мы вновь возвращаемся к публикации «Компаса», которая позволит нам подвести некоторые итоги уходящего года.

Доходность 10-летних Treasuries упала в 2011 г. с 3,3 до 1,85%, что делает длинные американские облигации одними из очевидных лидеров по полному доходу среди всех долговых бумаг мира, да и большого числа акций.

В стратегии мы описали базовый экономический сценарий для внешнего сектора, на котором основываются все наши прогнозы на следующий год. Вкратце суть в том, что Европа в 4 кв. 2011 – 1 кв. 2012 г. окажется в рецессии, после чего начнется новый, скорее всего, медленный, экономический рост. Экономика США с большой вероятностью избежит рецессии в ближайшее время. Мы также не ожидаем разрушительных кредитных событий в Евросоюзе, поскольку у последнего остаются существенные ресурсы, чтобы их предотвратить, включая возможность изменения мандата ЕЦБ. Таким образом, ситуация на внешнем рынке останется сложной в первой половине 2012 г., однако его вторая половина должна показать заметное улучшение настроений инвесторов.

Поскольку ФРС США недвусмысленно заявила, что не планирует повышения базовой ставки в следующем году, короткий конец долларовой кривой останется закрепленным на отметке 0,25%. Длинный же конец будет иметь хорошие перспективы роста доходности, поскольку ускорение глобальной экономики во второй половине 2012 г. даст импульс к усилению инфляционных ожиданий. Соответственно, мы прогнозируем, что доходность 10-летних Treasuries достигнет в следующем году 3,5%, то есть восстановится до уровня апреля 2011 г. Отметим, что в отношении доходности Treasuries мы остаемся более агрессивными по сравнению с рыночным большинством, которое, согласно данным Bloomberg, ожидает US10Y в конце 2012 г. в районе 2,7%. Тем не менее и этот прогноз заметно превышает текущий уровень.

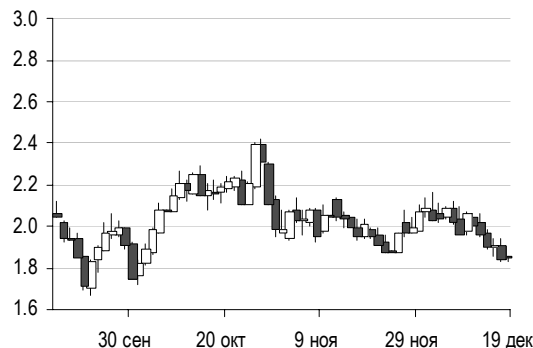
Russia'30

Лидер на российском рынке евробондов

В настоящий момент Russia'30 торгуется ровно на том же ценовом уровне, что и в начале года. Значит все, что инвесторы заработали, – это ее купон 7,5% годовых. Впрочем, это очень даже неплохо, учитывая, что в корпоративных евробондах ситуация хуже.

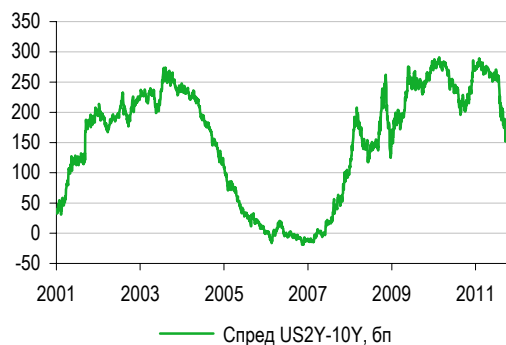
Согласно индексам JPMorgan лидерами по полному доходу сейчас являются бонды нефтегазового сектора, принесшие на текущий момент 3,1% против 14,5% в прошлом году. Далее идет банковский сектор с доходом 1,9% против 12,2% годом ранее. Следующий – сектор металлургии, принесший 0,2% против 19% в 2010 г. Замыкают парад телекомы с убытком в 5,2% (из-за падения цен облигаций Вымпелкома) против прибыли на сумму 13,3% годом ранее.

10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

CDS-спред стран Еврозоны, б.п.



Источник: Bloomberg

Если говорить о следующем годе, то в случае с Russia'30 существует баланс потенциала роста доходности Treasuries и сужения кредитного спреда. Последний по мере нормализации ситуации на глобальных рынках должен вернуться к фундаментально обоснованному уровню, поэтому мы ожидаем его сокращения до 125 б.п. к концу года. Соответственно, доходность Russia'30 составит 4,75%, то есть будет мало отличимой от текущей. Это означает, что на 12-месячном горизонте инвесторы могут вновь ожидать от этой бумаги дохода порядка 7,5%.

Средний кредитный спред в корпоративном сегменте российских евробондов составляет сейчас 587 б.п., что прежде наблюдалось только в 2009 г. Он чрезвычайно широк, при том что кредитное качество большинства эмитентов на рынке не вызывает сомнений. По итогам 2012 г. было бы разумно ожидать возвращения среднего корпоративного спреда к минимальным уровням 2010–2011 гг., то есть к отметке 300 б.п. Важно отметить, что на более широком временном горизонте эта оценка не является экстремально низкой. Так, в 2007 г. средний спред индекса RUBI довольно долго был ниже 200 б.п. Таким образом, потенциал сжатия корпоративного спреда составляет сейчас почти 300 б.п., что превосходит возможный рост доходности Treasuries. При средней дюрации 4,3 года сокращение кредитного спреда даст корпоративным бумагам дополнительный доход 5,2% над средним купоном 7,4%, то есть общий доход корпоративного сектора в 2012 г. может составить 12,5%. Из-за этого ставка на корпоративные бонды в противовес суверенной кривой представляется сейчас более оправданной, чем годом ранее.

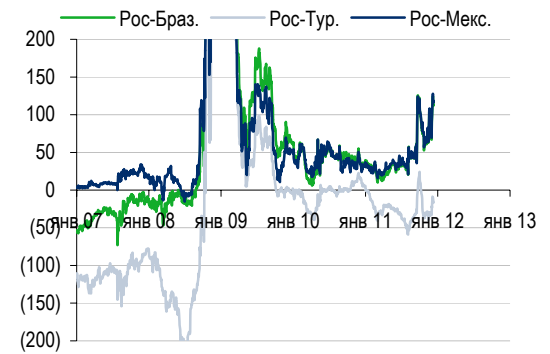
Макроэкономика

Год оказался довольно хорошим

Рост ВВП в 2011 г. ожидается с большой вероятностью в диапазоне 4,3–4,5%, что немного превышает более ранние прогнозы правительства: в конце 2010 г. потенциал роста экономики РФ оценивался в 4,2. Относительно роста ВВП в 2012 г. есть некоторая неопределенность, однако большинство экономистов сходятся во мнении, что на фоне замедления роста глобальной экономики торможение экономики РФ будет неизбежным. Мы ожидаем роста ВВП РФ в 2012 г. на 2,8%, правительство смотрит в будущее с большим оптимизмом, прогнозируя +3,7%. Добавим, что весь наш экономический прогноз базируется на средней цене на нефть марки Urals на уровне 99 долл./барр., это приблизительно на 8 долл./барр. ниже текущего среднего значения.

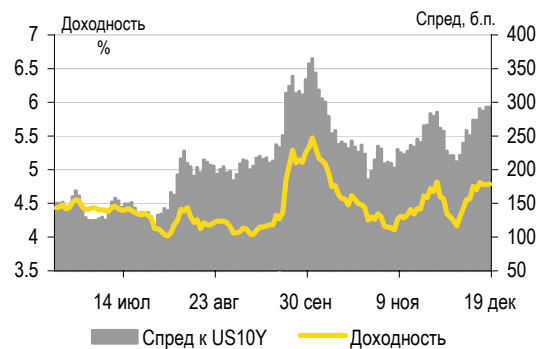
На конец ноября накопленная инфляция составила всего 5,6% и позволяет ожидать темп роста потребительских цен за весь 2011 г. на уровне 6,5%, что будет абсолютным рекордом за всю постсоветскую историю нашей страны. В дальнейшем есть основания предполагать, что инфляция останется под контролем ЦБ, то есть мы верим в долгосрочный тренд снижения инфляции в РФ. Наш прогноз по темпу роста цен на 2012 г. осторожно установлен на уровне 7,2%, однако правительство ожидает инфляцию в диапазоне 5–6%, и мы будем только рады, если эти ожидания сбудутся. Важным ограничителем роста цен в ближайшей перспективе станет низкий темп роста цен производителей, поскольку относительно более дешевая нефть подразумевает отсутствие роста цен на нефтепродукты. Расширение денежного предложения будет также ограничено, чему в первую

Спред РФ к аналогам, 5-летние CDS, б.п.



Источник: Bloomberg

Russia'30



Источник: Bloomberg

очередь будет способствовать сокращению банковского мультипликатора из-за проблем с ликвидностью, наблюдаемых сейчас в банковской системе и вызванных августовским обострением финансового кризиса.

Особенно хорошие новости в 2011 г. касались государственного бюджета РФ. Накопленный по итогам ноября профицит составил 1,34 млрд руб., или порядка 2,5% ВВП. К некоторому сожалению, основная часть этих средств в декабре будет потрачена, однако порядка 300 млрд руб. профицита все же сохранится по итогам года и может быть перенесено на следующий год для финансирования возрастающих бюджетных расходов. Более того, с учетом заимствований, сделанных в 2011 г., объем средств, которые Минфин сможет запасти в этом году для будущих периодов, превысит 1 трлн руб., или 2% ВВП. Бюджет 2012 г. сверстан Минфином с дефицитом 1,5% ВВП, или около 800 млрд руб., при средней цене на нефть 100 долл./барр. (что практически совпадает с наших прогнозом). На начало следующего года Минфин будет обладать суммарными резервами в объеме порядка 4,5 трлн руб., что даст ему возможность финансировать расходы бюджета при любых возможных ценах на нефть. В итоге у правительства есть подушка безопасности, чтобы пережить один очень плохой год, однако, если не использовать резервы, Минфину будет необходимо разместить в следующем году около 1 трлн руб. нового долга, что несколько превышает объем финансирования, привлеченного правительством в уходящем году. Государство постепенно становится более зависимым от функционирования долгового рынка, поэтому именно в 2012 г. следует ожидать прорыва в развитии инфраструктуры рынка ОФЗ. В начале года ОФЗ будут допущены к торговле в фондовой секции, что должно позволить торговать госдолгом на внебиржевом рынке, а в середине года ожидается появление возможности торговли локальными бумагами через Euroclear.

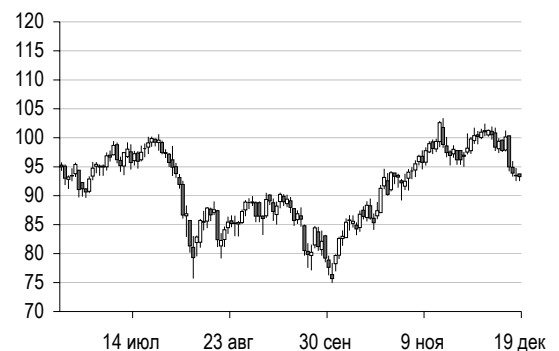
Обменный курс рубля

Национальная валюта умеренно недооценена

Цена на нефть марки Urals выросла в 2011 г. на 14,8%, при этом рубль упал на 5% относительно доллара и на 3,8% относительно бивалютной корзины. Причиной такой динамики было усиление оттока капитала, который по итогам 2011 г. грозит превысить 80 млрд долл. против 30 млрд долл. годом ранее.

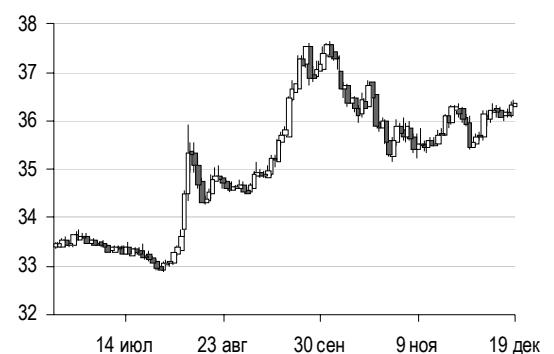
В 2012 г. мы ожидаем лишь небольшого сокращения профицита торгового баланса до 180 млрд долл. с приблизительно 200 млрд долл. в нынешнем году. В этом пункте мы более оптимистичны, чем правительство, которое ждет сокращения торгового профицита до 130 млрд долл. Разница в оценках проистекает в основном из-за нашего низкого прогноза роста ВВП, поскольку меньший темп роста экономики ограничивает рост импорта. С учетом импорта услуг баланс счета текущих операций ожидается нами на уровне 77 млрд долл. Что же касается оттока капитала, нам представляется, что есть существенные основания прогнозировать его замедление. В первую очередь здесь должен сыграть тот факт, что в 2011 г. рынком был «переварен» огромный объем внутрироссийского негатива – от ставшего общим местом плохого инвестиционного климата до совсем недавнего обострения политической борьбы. Так или иначе,

Фьючерсы NYMEX, \$/барр.



Источник: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

избирательный цикл будет завершен в первой половине следующего года, после чего новое правительство сможет сосредоточиться на текущей работе. Во-вторых, мы ожидаем в 2012 году ускорения темпа роста инвестиций до 8,2% против 5,6% годом ранее. Важную роль здесь должно сыграть снижение страховых отчислений предприятий, а в атмосфере оживления инвестиционной активности сложно ожидать усиления бегства капитала за границу. В итоге, мы осторожно прогнозируем отток капитала из РФ в следующем году на уровне 50 млрд долл., что позволит ЦБ, по меньшей мере, не сокращать свои золотовалютные резервы.

В описанных условиях мы прогнозируем средний курс рубля в следующем году на уровне 29,6 руб./долл, что чуть ниже среднего курса 2011 г. (29,3 руб./долл), но выше текущих котировок (32,05 руб./долл). Таким образом, мы считаем национальную валюту умеренно недооцененной.

Российский денежный рынок

Ждем постепенного улучшения ситуации

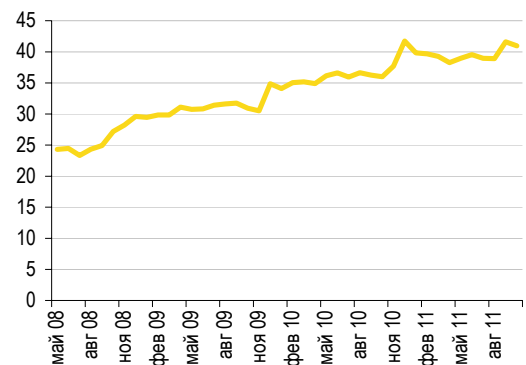
После подскока в сентябре рыночная ставка оверайт остается на уровне 5–5,25%, то есть прижатой к ставке репо ЦБ. Как видно на графике справа, объем депозитов банков в ЦБ сократился в последнее время практически до нуля, однако остатки на корсчетах демонстрируют тенденцию к росту.

Как мы говорили выше, в декабре Минфин собирается потратить практически весь накопленный в течение года профицит бюджета, что выльется в беспрецедентный объем бюджетных расходов, который может достигнуть в декабре 2,5 трлн руб. Большая часть этой суммы будет потрачена в последние две недели месяца, что вызовет традиционный предновогодний подскок остатков на корсчетах.

В настоящий момент на депозитах в банках размещены 756 млрд руб. средств Минфина. Последний имеет договоренность с ЦБ, что 500 млрд руб. из этой суммы будут оставлены в банках по состоянию на 1 января. Однако уже к 1 февраля 2012 г. остающуюся часть (не считая 30 млрд руб., которые уже размещены со сроками после этой даты) депозитов все же придется изъять из банков для перечисления в Резервный фонд. Именно поэтому ЦБ заявлял в последнее время о возможности недостатка ликвидности в банковской системе во второй половине января и готовил средства для борьбы с ним. Эти совместные меры ЦБ и Минфина включают уже осуществленное расширение ломбардного списка за счет снижения минимальных требований к рейтингам залоговых бумаг, обнуление дисконтов репо для ОФЗ, а также возможное предоставление средств Минфина в 2012 г. широкому кругу банков через механизм биржевого репо под залог ОФЗ.

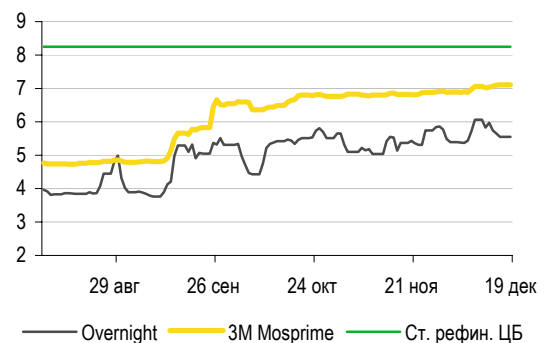
Постепенное замедление инфляции, умеренный рост экономики и недостаток ликвидности, ощущаемый банками, должны дать возможность ЦБ понизить в 2012 г. ставку рефинансирования. Наш прогноз роста потребительских цен на 7,2% представляется нам соответствующим ставке рефинансирования порядка 7,5%, то есть на 75 б.п. ниже текущего уровня. Если ставка рефинансирования будет снижена, это автоматически понизит все остальные ставки, регулируемые Центробанком, в том числе ставки короткого репо, что обязательно положительно отразится на ставках денежного рынка.

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб./долл.



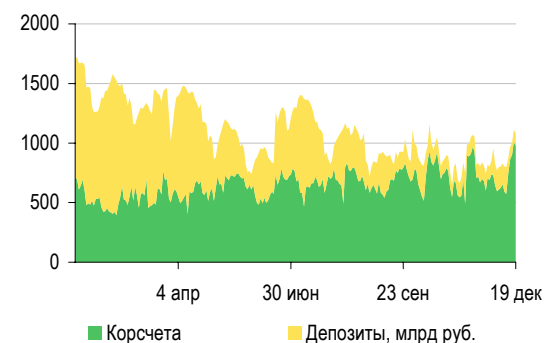
Источник: Росстат

Ставки денежного рынка, %



Источник: Росстат

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

Если суммировать сказанное выше, наш взгляд на денежный рынок является сейчас умеренно позитивным: мы ожидаем улучшения ситуации с ликвидностью, однако это улучшение будет медленным, а такой хорошей ситуации со свободными средствами, как мы наблюдали в первой половине 2011 г., в обозримой перспективе вообще не предвидится. Для кардинального улучшения условий денежного рынка необходимы систематические покупки долларов со стороны ЦБ, которые при наших допущениях относительно курса рубля в течение 2012 г. не просматриваются. Рыночную ставку овернайт на горизонте 12 месяцев мы ожидаем в диапазоне 4,25–4,5%.

Долгосрочные рублевые ставки

Ждем более низких доходностей

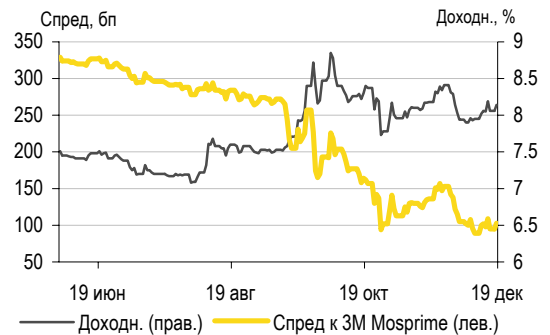
Возросшие доходности рублевых облигаций объясняются сейчас двумя основными факторами: высокой стоимостью фондирования и страхом, что дальше будет еще хуже. И то и другое не соответствует нашему базовому прогнозу на 2012 год: как было сказано выше, мы ожидаем постепенного снижения ставок денежного рынка вслед за ставкой рефинансирования, а также роста склонности инвесторов к риску по мере улучшения ситуации в мировой экономике.

С фундаментальной точки зрения имеющиеся сейчас доходности (в том числе доходности ОФЗ) слишком высоки для постепенно снижающейся инфляции. В следующем году на рынке будут бороться две тенденции: с одной стороны, Минфину нужно будет размещать большие объемы нового долга, а с другой – новые инвесторы придут благодаря названным выше мерам по либерализации долгового рынка. Соответственно, мы осторожно прогнозируем 5-летнюю точку на рынке ОФЗ приблизительно на уровне нашей оценки инфляции, то есть в районе 7,25%, хотя, если ситуация на рынке действительно улучшится и рубль не будет находиться под угрозой девальвации, более вероятным станет небольшой дисконт доходности ОФЗ к ИПЦ, или отрицательные реальные ставки на длинном конце.

Исходя из сценария снижения рыночных доходностей сегмент ОФЗ должен принести держателям в 2012 г., по грубой оценке, не менее 10% годовых против 4,6% в 2011 г. (на сегодняшний момент), тогда как полный доход в корпоративном сегменте составит порядка 12% при 6,7%, заработанных на сегодня.

В то же время из тактических соображений мы бы не рекомендовали сейчас форсировать покупки рублевого долга. Наклон кривой доходности существенно сократился, поэтому длинная дюрация не компенсируется сейчас доходностью в той мере, как это было, например, в начале года. Соответственно, переходить к покупке длинных бумаг имеет смысл только по мере нормализации ситуации с ликвидностью и снижения ставок денежного рынка. К тому же торговая ликвидность рублевого долга пока далеко не восстановилась до своего нормального уровня, в результате чего активная торговля на вторичном рынке чревата большими расходами на bid-ask спред. Что же касается коротких бумаг, начало следующего года обещает нам большой объем первичного предложения по очень привлекательным ставкам. Последнее соображение одинаково справедливо как для государственного, так и для корпоративного долга. Вполне возможно, что до решающего разворота рынка в сторону роста мы увидим новое ценовое дно в 1 квартале 2012 г.

ОФЗ 26203 (5 лет)



Источник: Bloomberg

Таким образом, наш взгляд на рублевый рынок подразумевает существенные риски на коротком временном горизонте и уверенно позитивен на дистанции порядка 12 месяцев. Стратегический взгляд наиболее актуален для инвесторов, ориентированных на долгосрочное сбережение средств, например для пенсионных фондов. Для них сегодняшний момент с положительными реальными ставками на кривой ОФЗ является хорошим моментом для входа.

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

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

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

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

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, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@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
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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