



Наши прогнозы

Во 2 кв. 2011 г. мы ожидаем поэтапное ужесточение монетарной политики Банка России. Основным оружием ЦБ станет повышение норм резервирования. При этом ключевая цель ужесточения – борьба с инфляцией – вряд ли будет достигнута. Причины роста цен – импорт инфляции с мировых товарных рынков, рост госрасходов и низкий уровень рыночной конкуренции – не подвластны решениям ЦБ РФ по процентным ставкам. Борьба с такого рода инфляцией ЦБ может только через укрепление рубля.

Однако, поднимая ставки резервирования, ЦБ – преднамеренно или случайно – может снизить риски для банковской системы, разгоряченной дешевыми короткими деньгами и бездумной конкуренцией на кредитном рынке, которая может аукнуться для сектора большими убытками в среднесрочной перспективе в случае ухудшения макроконъюнктуры и роста ставок фондирования.

По нашим подсчетам, для стерилизации излишней ликвидности выше комфортного для денежной системы уровня в 1 трлн руб., ЦБ потребует поднять норму резервирования на 250-300 б.п. При таком сжатии ликвидности вновь свой вес обретут ставки по базовым операциям ЦБ, как это было до 4 кв. 2010 г. Потенциал роста ставок по базовым операциям, на наш взгляд, находится в пределах 50 б.п., а ставки рефинансирования, как метода исключительно фискального воздействия – 25 б.п.

Что стоит предпринять

Российский долговой рынок находится вблизи своих минимальных уровней доходности, что обусловлено высокой ликвидностью и верой в укрепление рубля. Под воздействием предпринимаемых ЦБ мер, а также продолжающегося оттока капитала, мы ожидаем рассасывания избыточной ликвидности к концу второго квартала, когда и ожидаем начала цикла роста доходностей.

Дополнительным фактором риска становится зависимость текущего уровня ликвидности от дискретных факторов, влияющих на нефтяные цены – таких как народные волнения в ближневосточных и североафриканских государствах. Снижение напряженности может привести к падению цены на нефть и уменьшению благосклонности инвесторов к российским активам и валюте.

Все это может оказаться существенным фактором для коррекции на российском рынке долга во втором полугодии. При этом, в течение второго квартала участникам предоставляется возможность для плавной переаллокации средств в сторону более коротких инструментов. В базовом сценарии мы рекомендуем 70% облигационного портфеля держать в бумагах с дюрацией менее 2.5 и высоким купоном. Остальную часть аллокируемых средств (30%) рекомендуем инвестировать в облигации на дальнем конце кривой, интересные для спекуляций в течении квартала. К концу первого полугодия мы рекомендуем полностью выйти из длинных инструментов.

Для инвесторов с толерантностью к риску выше среднего мы рекомендуем обратить внимание на длинный конец госкривой. Например, спрэд между ликвидными ОФЗ 25073 и 25077 увеличился до рекордного с начала года значения в 220 б.п. (против 160 б.п. в конце января), что представляет возможность для краткосрочных спекуляций.

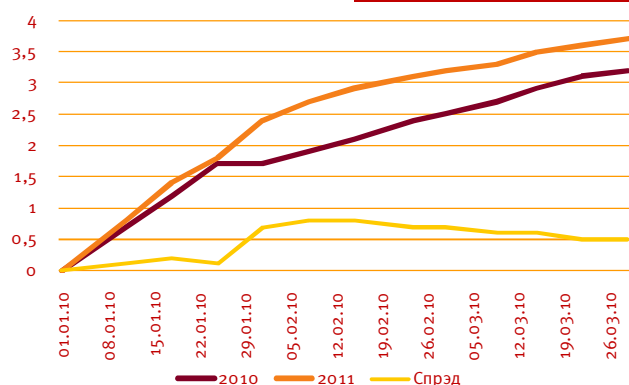
В корпоративном сегменте мы больше не наблюдаем интересных спекулятивных возможностей на вторичном рынке. Кредитные спрэды большинства эмитентов неоправданно низки. Наши фавориты среди облигаций – обязательства компаний металлургического сектора – Мечел и Евраз – исчерпали потенциалы снижения доходности. Мы отмечаем перекупленность в этих инструментах и рекомендуем сокращать в них позиции.

ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 2 кв. 2011 г.

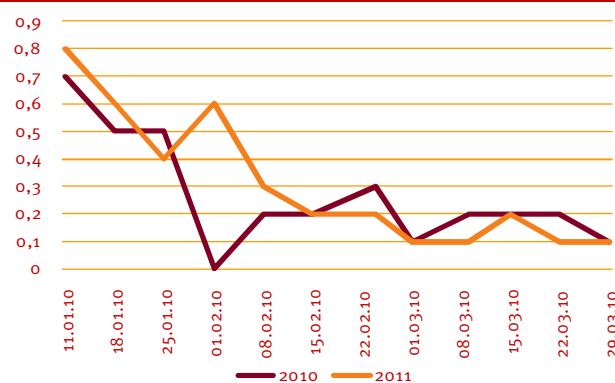
Инфляция

Высокая инфляция – ключевой стимул для ужесточения монетарной политики

Основной причиной продолжающегося ужесточения монетарной политики является сохраняющееся высокое инфляционное давление. По итогам недели, закончившейся 28 марта 2011 г., накопленная с начала года инфляция составила 3.7% против 3.2% за аналогичный период прошлого года. Несмотря на высокую инфляцию, наблюдается тенденция к замедлению роста индекса цен, что мы связываем со снижением влияния роста тарифов в январе-феврале, а также с административными мерами, повлекшими снижение цен на бензин и дизельное топливо. Между тем, учитывая текущие высокие цены на нефть, велика вероятность, что цены на топливо восстановят тенденцию к росту. Стоит отметить, что рост цен на крупы и плодоовощную продукцию продолжается и едва ли ЦБ в состоянии воспрепятствовать ему путем повышения ставок. Укрепления рубля может оказаться панацеей, но также с ограниченным эффектом.



Источник: Росстат, расчеты МДМ Банк



Источник: Росстат, расчеты МДМ Банк

Не в пользу резкого повышения ставок, как основного оружия борьбы с инфляцией, говорит и слабая динамика кредитования экономики банковским сектором. Объем выданных физлицам кредитов в начале текущего года (на 1 февраля 2011 г. – 4.08 трлн руб.) только достиг уровней начала 2009 г. (4.02 трлн руб.), похожая ситуация наблюдается и с кредитованием юрлиц (на 1 февраля 2011 г. – 14.14 трлн руб., на начало 2009 г. – 12.5 трлн руб.). Таким образом, объем выданных кредитов незначительно влияет на ускорение инфляции, следовательно изолированное повышение ставки ЦБ РФ едва ли приведет к стабилизации цен. Для нормализации ситуации необходима оптимизация расходования бюджетных средств, взвешенный подход при повышении тарифов госмонополий и улучшение конкурентной среды.

Что может предпринять ЦБ?

Вероятно, что Банк России продолжит курс на ужесточение монетарной политики во втором квартале 2011 г. Главный вопрос заключается в выборе средств и «глубине» принимаемых мер. Первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев сообщал ранее, что для борьбы с инфляцией Банк России готов задействовать весь арсенал имеющихся у него средств. Мы отмечаем три основных средства воздействия на инфляцию ЦБ РФ во 2 квартале 2010 г. и их взаимосвязь.

1. **Повышение ставок.** На наш взгляд, потенциал роста ставки рефинансирования едва ли превышает 25 б.п. Более резко могут быть повышены ставки по базовым операциям ЦБ РФ – до 50 б.п. Стоит отметить, что участники рынка не закладываются на повышение ставок в кратчайшей перспективе и такое решение может привести к сопоставимому с повышением ставки росту доходности

ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 2 кв. 2011 г.

на долговом рынке.

2. *Повышение резервных требований.* Мы считаем этот инструмент самым актуальным. Согласно нашим подсчетам, синхронный рост нормы резервирования перед юридическими лицами – нерезидентами и физическими лицами и иных требований (в соответствии с текущей классификацией ЦБ) на 100 б.п. в отсутствие других факторов воздействия стерилизует до 150 млрд руб. избыточной ликвидности. Мы считаем, что для эффективного влияния на краткосрочную ликвидность необходимо повышение нормы резервирования в среднем на 250-300 б.п., что должно постепенно довести объем ликвидности до равновесного уровня в 1 трлн руб. При этом, в рамках борьбы с притоком спекулятивного капитала, величина нормы резервирования перед нерезидентами должна быть, на наш взгляд, выше чем для других групп.

3. *Продолжение либерализации валютной политики.* На наш взгляд, весьма вероятен очередной шаг по расширению операционного коридора на 50-100 коп. и снижению объема накопленных интервенций с 600 до 550 млн долл. ближе к концу второго квартала. Такое решение, направленное на облегчение дальнейшего укрепления рубля, может стать одним из наиболее действенных средств борьбы с инфляцией, а также фактором притока зарубежного спекулятивного капитала на внутренний рынок долга. Однако, при смене мировой конъюнктуры товарных рынков, что вполне вероятно, излишняя либеральность с рублем может сыграть с Банком России злую шутку.



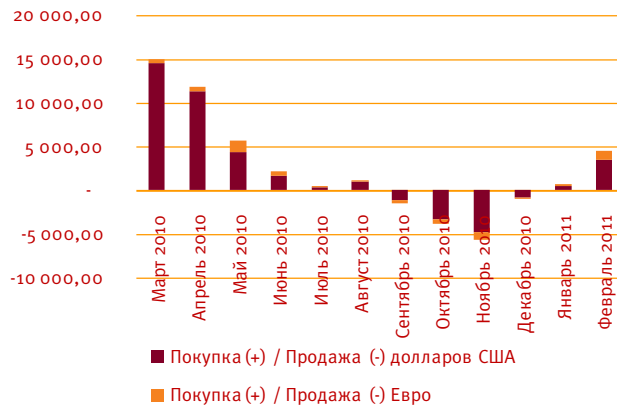
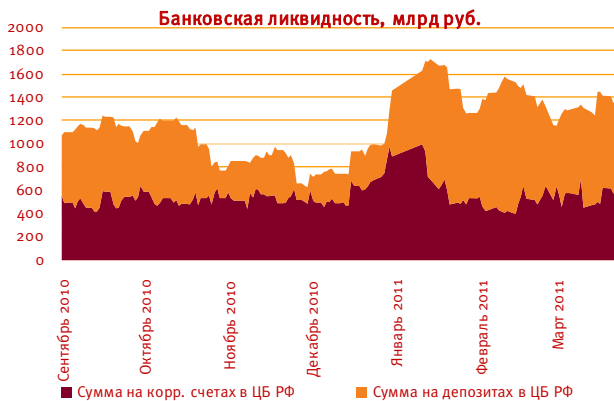
Источник: ЦБ РФ, расчеты МДМ Банк

Мы считаем, что укрепление национальной валюты может продолжиться. Между тем, несмотря на снижение границы коридора колебаний бивалютной корзины 1 марта 2011 г., курс рубля уже близок к новому порогу, поэтому дальнейшее движение рубля будет не симметрично – укрепление потребует большего импульса, так как будет сдерживаться как минимум интервенциями ЦБ РФ. А вот технических препятствий для ослабления рубля куда меньше.

Ликвидность

- Высокий уровень ликвидности, сформировавшийся на рынке с начала года, связан с приходом на рынок бюджетных средств и ростом положительного сальдо текущего счета. Избыточная ликвидность сильно занижает маржу банков за счет возрастающей конкуренции на рынке кредитования, что ставит под угрозу их долгосрочную прибыльность, особенно в ожидании роста ставок и сохраняющегося навеса плохих долгов. Все это давит на ЦБ с целью снижения уровня ликвидности.

ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 2 кв. 2011 г.

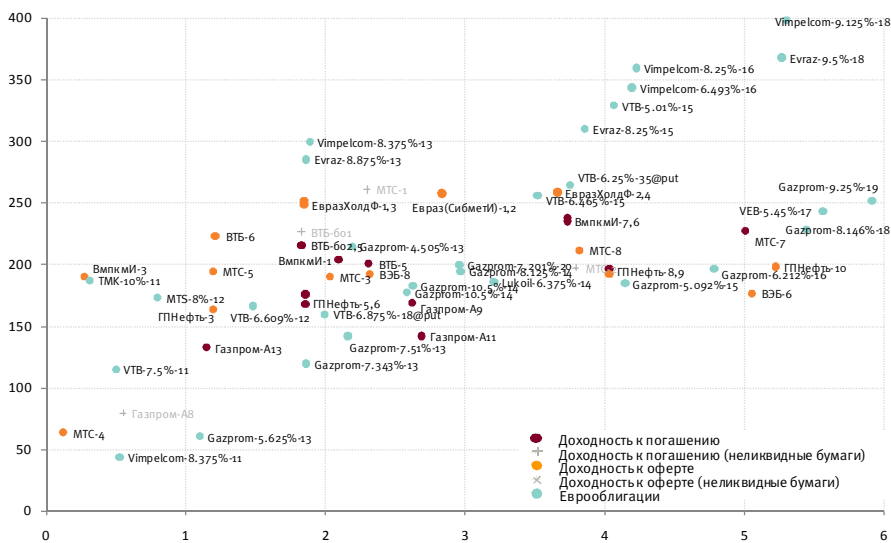


Источник: ЦБ РФ, расчеты МДМ Банк

Источник: ЦБ РФ, расчеты МДМ Банк

Наши рекомендации

- В базовом сценарии мы рекомендуем снижать дюрацию портфеля в основном за счет аллокации до 70% средств в облигации с дюрацией не более 2,5 лет и высоким купоном, что в ожидании роста ставок позволит реинвестировать средства под большую доходность. Мы не ожидаем резкого роста процентных ставок в этот период, что позволяет провести переаллокацию в плавном режиме.
- Спекулятивный потенциал сужения кредитных спредов корпоративных бумаг мы считаем весьма скудным. На наш взгляд, отдельные идеи можно найти либо на первичном рынке, либо в сегменте реструктурированных облигаций. В целом же рынок корпоративных облигаций мы видим идейно высохшим и предоставляющим возможность, в основном, для стратегий «buy and hold».



Источник: ММВБ, расчеты МДМ Банк

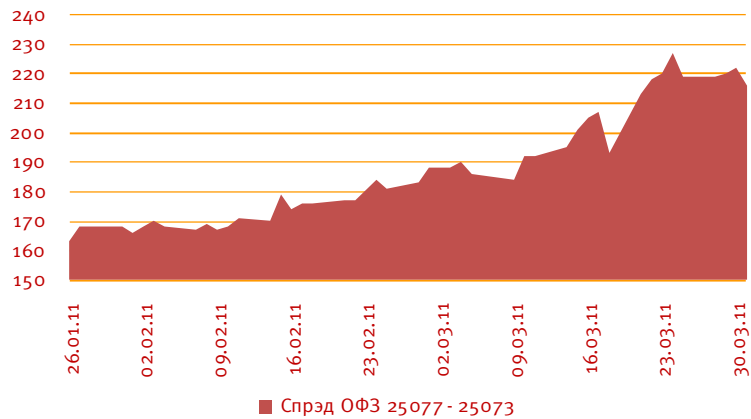
- Предпочтение в валютной структуре портфеля мы отдаем рублевым бумагам на коротком конце кривой с дюрацией до 2 лет, а еврооблигациям - на среднем (более 2 лет) и дальнем конце.

Спекуляция на госдолге – оправдан ли риск?

- На основе анализа данных по готовящимся аукционам Минфина по размещению ОФЗ мы отметили плавное смещение аппетита финансового ведомства в сторону увеличения дюрации размещаемых выпусков. Логика Минфина как продавца абсолютно закономерна – при благоприятной конъюнктуре ставок постараться занять на максимально долгий срок. Если в 4 кв.

ВЗГЛЯД НА РЫНОК | 2 кв. 2011 г.

2010 г. средневзвешенный срок до погашения предлагавшихся на аукционах бумаг составлял около 3.6 лет, то, согласно плану на 1 кв. 2011 г., он вырос до 4.8 лет, а на 2 кв. 2011 г. – до 5.2 лет. Причем во 2 кв. 2011 г. наибольшая концентрация эмиссии длинных бумаг придется на июнь. Это наводит на мысль, что Минфин не ожидает чрезмерного влияния действий ЦБ на рынок долга на фоне избыточной ликвидности, что не помешает ему разместить длинные ОФЗ.



Источник: ММВБ, расчеты МДМ Банк

- В таком случае дальний конец кривой госдолга может привлечь к себе интерес спекулятивно настроенных участников. Широкий спрэд между короткими и длинными выпусками, сформировавшийся с начала года (по ликвидным ОФЗ 25073 и 25077 примерно 220 б.п. против 160 б.п. на конец января 2011 г.), вполне может позволить заработать в случае медленного повышения ставок ЦБ. Акцентируем внимание на спекулятивной составляющей этой идеи и высоком риске ее воплощения – рекомендуем ее для инвесторов с толерантностью к риску выше среднего, при этом предлагаем инвестировать в такие бумаги не более 30% портфеля. Однако к концу второго квартала мы рекомендуем полностью выйти из длинных бумаг.



БЛОК «КАЗНАЧЕЙСТВО»

Вадим Кораблин

Управляющий директор, Руководитель блока
Vadim.Korablin@mdmbank.com

ДЕПАРТАМЕНТ ЦЕННЫХ БУМАГ

Илья Виниченко

Начальник департамента
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com
доб. 52430

ПРОДАЖИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Наталья Ермолицкая

+7 495 960 22 56

Анна Казначеева

+7 495 787 94 52

Людмила Рудых

+7 495 363 55 83

Дмитрий Сафонов

+7 495 363 23 88

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ОПЕРАЦИИ РЕПО

Андрей Ларин

Andrey.Larin@mdmbank.com

Георгий Великодный

Georgiy.Velikodniy@mdmbank.com

Александр Зубков

Alexander.Zubkov@mdmbank.com

Денис Анохин

Denis.Anokhin@mdmbank.com

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

Анна Ильина

Anna.Ilina@mdmbank.com

Игорь Бердин

Igor.Berdin@mdmbank.com

ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ

Даниил Затологин

Zatologin@mdmbank.com
доб. 52408

Артур Семенов

Artur.Semenov@mdmbank.com
доб. 52599

Анастасия Ворожейкина

Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com
доб. 52533

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ доб. 52410

Михаил Зак

Начальник аналитического
управления
Mikhail.Zak@mdmbank.com

Николай Гудков

Рынок акций
Gudkov@mdmbank.com

Дмитрий Конторщиков

Рынок акций
Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com

Андрей Кулаков, CFA

Долговой рынок
Kulakov@mdmbank.com

Владимир Назин

Долговой рынок
Nazin@mdmbank.com

РЕДАКТОРСКАЯ ГРУППА

Владимир Попов

PopovV@mdmbank.com

Эндрю Маллиндер

Andrew.Mullinder@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.