Казначейские облигации США

В центре внимания стратегия свертывания мер по стимулированию экономики

Сегодня в конце дня будет обнародовано очередное решение ФРС по процентной ставке, и инвесторы, похоже, всерьез обеспокоены тем, что в коммюнике по итогам заседания Комитета по открытым рынкам центральный банк США даст понять: близится первое повышение ставок. На этот вывод наталкивает резкий рост курса доллара к евро, для которого нет никаких иных оснований, а также динамика котировок казначейских облигаций, доходность которых в последние семь дней растет почти непрерывно.

Сегодня доходность десятилетних нот поднялась с 3,43% до 3,57%, остановившись в полушаге от верхней границы технического диапазона 3–3,6%, который упоминали в нескольких выпусках «Компаса». И, разумеется, ее дальнейшая динамика будет зависеть от сегодняшних комментариев ФРС. По нашему мнению, вероятность того, что ФРС даст сигнал о повышении ставки, невелика. Мы несколько удивлены тем, как всполошили инвесторов благоприятные данные по безработице за ноябрь. По нашему мнению, это не более чем признак продолжающегося восстановления экономики. Повышение ставки станет вероятным при ощутимом росте инфляционного давления, поскольку считается, что главная цель ФРС – сохранение ценовой стабильности.

В связи с этим важны не только комментарии ФРС, но и публикуемые сегодня в США данные о потребительской инфляции за ноябрь, однако, пока мы своими глазами не увидим то и другое, наша оценка будущей динамики казначейских облигаций остается прежней: в настоящий момент возможность краткосрочного разворота их котировок весьма велика, US10Y могут и дальше котироваться в диапазоне 3–3,6%, но на более длительном временном горизонте казначейские облигации, безусловно, представляются слишком дорогими.

Источники: Bloomberg

Russia'30

Позиции российских бумаг сильны, как и должно быть

В последние несколько дней активность инвесторов в сегменте российского суверенного долга, похоже, определялась фундаментальными факторами. Несмотря на коррекцию рынка казначейских облигаций США, цены российских облигаций были стабильными, а суверенный спред (Russia'30–US10Y) естественным образом сузился со 196 в прошлую среду до 180 б.п. в настоящий момент – самого низкого уровня с августа 2008 г.

Мы не видим причин продавать Russia'30, поскольку сырьевой рынок, как мы ожидаем, останется стабильным, а российская экономика в I квартале 2010 г. будет с большой вероятностью расти.

Кроме того, необходимо отметить, что отношение государственного внешнего долга к российскому ВВП в настоящий момент составляет около 1,8% – это ничтожно малая величина в сравнении с долгом развивающихся рынков. Разумеется, на 2010 г. Минфин запланировал размещение новых еврооблигаций, а бюджет на 2010 г. предусматривает выпуск новых бумаг на общую сумму 18 млрд долл., но правительству, вполне вероятно, не потребуются столь значительные объемы заимствований, о чем в частности свидетельствует картина нынешнего года – план внутренних заимствований, как ожидается, будет выполнен лишь на 60%.

В сравнении с долговыми обязательствами развивающихся рынков российские суверенные облигации также демонтируют положительную динамику: спред Russia'30 к долговым обязательствам Мексики в настоящий момент составляет 24 б.п. против 36 б.п. неделей ранее (агентство S&P понизило кредитный рейтинг Мексики на одну ступень до «BBB»), спред российских бумаг к бразильским сузился лишь незначительно – с 96 б.п. до 90 б.п., но спред к долговым инструментам Турции снижался действительно динамично – он составляет уже 71 б.п. против 85 б.п. неделей ранее. И все же спреды ко всем этим инструментам остаются положительными, при том что у России более высокие кредитные рейтинги, чем у Турции и Бразилии, а теперь полностью совпадают с мексиканскими.

С учетом благоприятной для России конъюнктуры сырьевых рынков, благополучных показателей платежного баланса и высокой относительной привлекательности суверенного долга мы ожидаем, что спред Russia'30 к US10Y будет и дальше постепенно сужаться и в ближайшие два-три месяца достигнет уровня 150–170 б.п.

Источники: Bloomberg

Дмитрий Дудкин, CFA, dudkindi@uralsib.ru

Российская макроэкономическая ситуация

Хорошие новости о промышленном производстве

По данным Росстата, в ноябре промышленное производство выросло на 1,5% относительно уровня годичной давности, тогда как в октябре оно упало на 11,2%. К сожалению, главной движущей силой роста стал эффект низкой базы (в ноябре прошлого года промышленное производство упало на 10% по сравнению с предыдущим месяцем) но этим дело не исчерпывалось – в прошлом месяце вступили в игру и другие факторы, в том числе рост производства в добывающем секторе (преимущественно за счет увеличения добычи газа), пищевой промышленности, металлургии и отрасли производства минеральных удобрений

Низкие температуры, наблюдающиеся в последнем месяце 2009 г., скорее всего, будут способствовать дальнейшему росту потребления газа и электроэнергии, кроме того, можно ожидать существенного восстановления производства в автомобилестроении по сравнению с низкой базой прошлого года, так что мы придерживаемся оптимистического прогноза по динамике промышленного производства в следующем квартале.

Обменный курс рубля

Консолидация после снижения

После бегства в доллар, которым сопровождался дубайский кризис, рубль отыграл потери и укрепился по отношению к бивалютной корзине до 36,45 руб. с 37 руб. в прошлую среду. По этой причине продолжающееся укрепление доллара относительно европейской валюты не слишком сильно сказалось на курсе рубля. В настоящий момент рубль находится в фазе консолидации, и только чрезвычайные обстоятельства могут изменить эту картину до конца года.

В более широком плане, мы можем лишь повторить, что с фундаментальной точки зрения, позиции рубля остаются прочными. В каждом из минувших трех кварталов года было зафиксировано положительное сальдо торгового баланса, а по счету капитальных операций отрицательное сальдо наблюдалось лишь в I квартале. Происходящее в последнее время смягчение денежно-кредитной политики ЦБ сыграло против рубля, но дифференциал ставок по рублю и доллару все еще очень велик, а в 2010 г. ЦБ едва ли будет продолжать снижение ставок такими же темпами, как в 2009 г.

Таким образом, ноябрьское отступление курса рубля относительно бивалютной корзины лишь укрепляет нас во мнении о хороших перспективах укрепления российской валюты с текущего уровня. Коррекция дает участникам рынка возможность открыть длинные позиции в рубле ближе к концу года в ожидании, что в I полугодии 2010 г. укрепление национальной валюты возобновится.

Российский денежный рынок

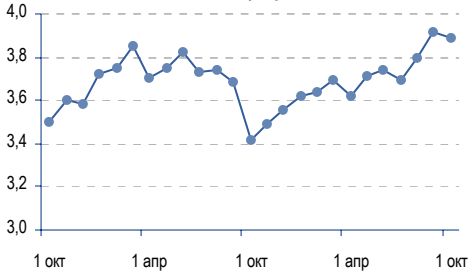
Вновь сжатие

Ближе к концу года на российском денежном рынке участились рецидивы временного сжатия ликвидности. Так, вчера ставка по кредитам «овернайт» подскочила до 8% без видимых причин. Единственное объяснение, которое мы можем предложить – размещение Банком Росси своих облигаций (ОБР), которое оттянуло на себя из банковской системы порядка 150 млрд руб.

С другой стороны, более высокие краткосрочные ставки согласуются с нашим представлением о логике ЦБ, в рамках которой дополнительная рублевая ликвидность, поступающая в виде увеличившихся в конце года бюджетных расходов, должна быть стерилизована. Именно по этой причине ЦБ был готов предложить более высокую, чем ожидалось, доходность при размещении ОБР.

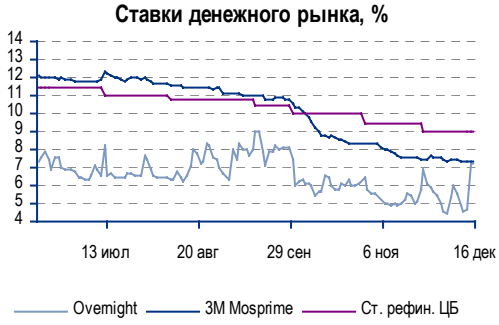
Однако с точки зрения фундаментальных показателей, ситуация на денежном рынке должна остаться стабильной: на этой неделе ЦБ покупал доллары ввиду возобновившегося укрепления рубля к бивалютной корзине, а на следующей неделе можно ожидать быстрого роста остатков на корсчетах банков в ЦБ, которые к 31 декабря легко могут перемахнуть через планку 1 трлн руб.

M2/M0



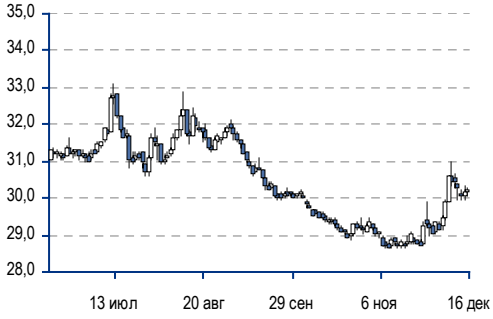
Источник: Bloomberg

Ставки денежного рынка, %



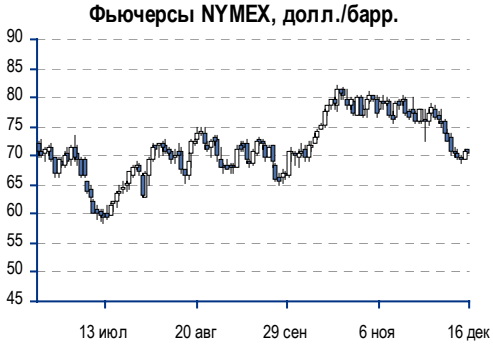
Источники: Bloomberg

Курс руб./долл.



Источники: Bloomberg

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источники: Bloomberg

Долгосрочные рублевые ставки

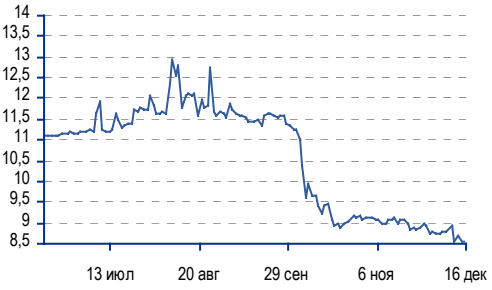
Волатильность ставок денежного рынка препятствует росту котировок

Рецидивы сжатия денежного рынка в сочетании со значительным объемом предложения на первичном рынке ограничили краткосрочный потенциал снижения доходностей на рынке рублевых облигаций. По нашему мнению, это положительный фактор, поскольку такая ситуация дает инвесторам время для увеличения позиций в рублевых инструментах в преддверии нового года, сулящего новые доходы.

Положительный прогноз оправдан ввиду следующих факторов:

- Россия продолжает смягчать денежно-кредитную политику, хотя можно ожидать, что в новом году масштабы смягчения будут далеко не столь значительными, как во II полугодии 2009 г.
- Если ставка рефинансирования в настоящий момент ниже, чем когда-либо, то доходности рублевых облигаций все еще выше, чем до кризиса, во всех сегментах рынка;
- Боязнь резкого обесценения рубля, отпугивавшая зарубежных игроков от российского рынка в I полугодии 2009 г., сошла на нет, что видно из стабильных в последнее время вмененных ставок по NDF;
- Прогноз на 2010 г. обещает самую низкую инфляцию потребительских цен в постсоветской истории России.

Доходность ОФЗ 46018, %



Источники: Bloomberg

Рекомендации инвесторам

Банковский сектор открывает новые возможности

Опубликованная недавно отчетность ведущих банков подтвердила ожидания: темпы роста просроченной задолженности действительно снизились. Самый свежий пример: Промсвязьбанк вчера отчитался о положительных результатах за девять месяцев 2009 г., сообщив о росте доли просроченной задолженности лишь на 1 п.п. до 9,7%, в то время как за I полугодие 2009 г. доля плохих долгов в кредитном портфеле выросла с 2,8% до 8,7%. Схожая тенденция, вероятно, наблюдается во всех крупнейших банках. Таким образом, возобновление роста кредитного портфеля банков становится главной темой I полугодия 2010 г.

На основании этого мы хотели бы отметить следующие возможности для покупки.

На внешнем рынке:

– Размещенные недавно субординированные долларовые еврооблигации PROMBK'15 (CCC+/Ba3/B-), торгующиеся с доходностью 12,5% к погашению;

– RUSB'11 (B+/Ba3), в долларах, доходность 13,5% к погашению;

– HCFB'11 (B+/Ba3),в долларах, доходность 10,75% к погашению;

– Недавно размещенный выпуск AKBARS'13 (Ba3/BB), в долларах, доходность 9,7% к погашению.

На отечественном рынке:

– Размещенный недавно выпуск MDM-CP1 (B/Ba3/B+), в рублях, с доходностью в 13% на три года;

– Rosbank-A3/5 (BB+/Baa3/BBB+), в рублях, доходность 10,8% на полтора года;

– Первичное размещение облигаций Банка Петрокоммерц (Ba3/B+) объемом в 5 млрд руб., на 3 года, ориентир по ставке купона – 12,75–13,5%, справедливая доходность 12,5%;

– Русский Стандарт-8 (B+/Ba3), в рублях, доходность 13% на 10 месяцев.

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж
Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли
Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов
Артемий Самойлов, вице-президент, samojlovaa@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства
Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика
Крис Уифер, cweafer@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, degtyarevvm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность
Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
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
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод
Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

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

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень 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 2009