

Казначейские облигации США

Выход из диапазона

В течение последней недели озабоченность инвесторов относительно того, к какой стратегии свертывания мер по поддержке экономики прибегнет в 2010 г. ФРС (мы обсуждали эту тему в прошлом выпуске «Компаса») продолжала оказывать сильное влияние на рынок. Хотя признаков инфляционного давления в американской экономике не наблюдается (упомянем в том числе низкое значение дефлятора потребительских расходов за III квартал 2009 г.), часть инвесторов предпочли сократить позиции в преддверии Рождества, в результате чего доходность десятилетних казначейских облигаций, составлявшая в прошлую среду 3,59%, выросла до 3,75%.

По нашему мнению, это недвусмысленно указывает на изменение настроения рынков, а также на то, что инвесторы воспринимают последние данные, свидетельствующие о восстановлении рынков недвижимости и труда, как предзнаменование более скорого, чем ожидалось, ужесточения денежно-кредитной политики ФРС. Со своей стороны, мы можем лишь повторить, что не верим в такой сценарий развития событий и склонны оценивать вероятность того, что ФРС будет готова мириться с умеренным инфляционным давлением и не повышать ставки, как высокую.

Вместе с тем перспективы восстановления экономики предполагают наличие долгосрочного потенциала ценового роста казначейских облигаций США, и с этой точки зрения события, происходящие на рынке UST с начала декабря, представляются вполне закономерными. Исходя из этого, мы предполагаем, что наметившаяся в последнее время негативная ценовая динамика может сохраниться некоторое время, а следующей технической остановкой US10Y станет линия 4,75%, прорыв которой будет означать существенное увеличение вероятности полномасштабного перехода в диапазон 5–7%.

В целом казначейские облигации США выглядят переоцененными в долгосрочной перспективе, и теперь наш трехмесячный прогноз по их доходности сместился в сторону отметки 4,75%.

Russia'30

Тверда как скала

Недавний подъем долгосрочных процентных ставок в США практически не сказался на котировках Russia'30, доходность которой повысилась едва заметно – с 5,35% в прошлую среду до 5,43% в настоящий момент. Суверенный спред сузился столь же незначительно – со 180 б.п. неделю назад до 167 б.п. в настоящий момент. Поскольку на конец года мы прогнозировали спред Russia'30 к US10Y на уровне 150–175 б.п., наша оценка его краткосрочных перспектив изменилась на нейтральную – возможность сокращения спреда с прежней скоростью в течение новогодних каникул представляется нам сомнительной. Агентство S&P оказало России существенную помощь, повысив прогноз по суверенному рейтингу страны, в настоящий момент составляющему «BBB», с «негативного» до «стабильного». Одновременно Moody's понизило рейтинг Греции с «A1» до «A2», однако это негативное событие, как ни странно, было воспринято позитивно, поскольку выяснилось, что многие ожидали от рейтингового агентства существенно более жестких действий.

При помощи высоких цен на нефть и S&P Russia'30 несколько улучшила свои позиции по отношению к суверенному долгу развивающихся рынков: в течение недели спред российских облигаций к бразильским сузился с 90 б.п. до 71 б.п. – самой низкой отметки с октября 2008 г., спред к долговым обязательствам Турции и Мексики остался на прежнем уровне – 70 б.п. и 25 б.п. соответственно. Тем не менее спред российских суверенных бумаг к долговым инструментам развивающихся рынков остается положительным и повышенным относительно докризисных уровней, в то время как объем государственного внешнего долга остается у России крайне незначительным – 1,8% ВВП. Бюджетом на 2010 г. предусмотрено размещение суверенных еврооблигаций объемом 18 млрд долл., однако этот план едва ли будет полностью претворен в жизнь, учитывая благоприятный прогноз по конъюнктуре сырьевых рынков.

Исходя из этого в настоящий момент мы придерживаемся нейтрального взгляда на российский суверенный спред в краткосрочной перспективе и позитивного в долгосрочной, однако следует учесть, что с точки зрения абсолютной доходности Russia'30 может в ближайшие месяцы показать негативную динамику, поскольку, учитывая значительный потенциал повышения доходности казначейских облигаций США, никакое сужение спреда не сможет его компенсировать.

Доходность US10Y, %



Россия'30



Российская макроэкономическая ситуация

Восстановление продолжается, но его темпы невысоки

Опубликованные Росстатом макроэкономические показатели за ноябрь подтвердили, что российская экономика восстанавливается, но крайне низкими темпами. По данным статистического ведомства, позитивная динамика наблюдалась во всех секторах экономики: промышленное производство выросло на 1,5% по сравнению с уровнем годичной давности, грузооборот транспорта увеличился на 4,9%, реальные располагаемые доходы населения – на 1,9%, рост сельскохозяйственного производства продолжался третий месяц подряд и по итогам ноября составил 2,2% относительно того же месяца прошлого года.

Негативную динамику показал только уровень безработицы, выросший за месяц с 7,7% до 8,1% – главным образом за счет сезонных увольнений в строительстве и сельском хозяйстве. По нашему прогнозу, безработица будет колебаться вокруг этой отметки в ближайшие два-три месяца и снизится во II квартале 2010 г.

Обменный курс рубля

Под влиянием доллара

Резкое укрепление доллара к евро, в результате которого европейская валюта упала в стоимости на 5,9% с начала декабря, не могло не затронуть российский валютный рынок. Закрытие коротких позиций по доллару привело к некоторому ослаблению российской валюты относительно бивалютной корзины, причем бегство от рубля выразилось, кроме прочего, в сокращении международных резервов ЦБ РФ на 7,5 млрд долл. в течение недели, завершившейся 11 декабря.

В то же время с фундаментальной точки есть все основания ожидать укрепления рубля в 2010 г.

- ✦ Показатели российского платежного баланса остаются благополучными: положительное сальдо зафиксировано как по текущему, так и по капитальному счетам;
- ✦ Котировки нефти остаются в диапазоне 70–80 долл./барр., и цены на основной экспортный товар России, согласно прогнозу, останутся как минимум стабильными;
- ✦ Смягчение денежно-кредитной политики в 2010 г. обещает быть существенно более умеренным, чем в 2009 г.

Таким образом, наблюдающееся в последнее время ослабление рубля следует рассматривать как возможность подготовить позицию к росту в будущем году, а не как масштабный разворот тренда.

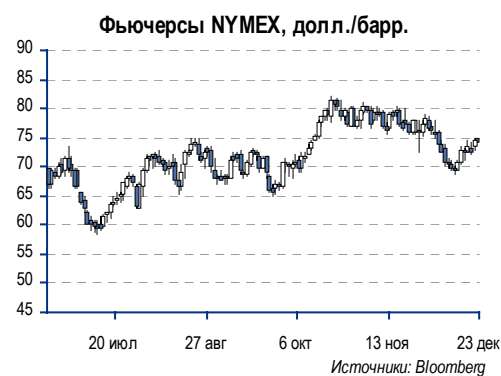
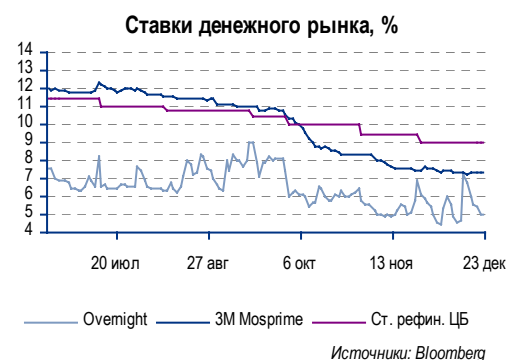
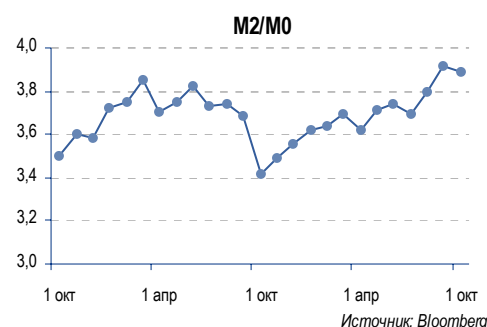
Российский денежный рынок

В пятницу возможно очередное снижение ставки

На текущей неделе денежный рынок стабилизировался после периода некоторой волатильности, ставшего в основном результатом коррекции рубля относительно бивалютной корзины. Сегодня остатки на корсчетах банков в ЦБ достигли 621 млрд руб. против 473 млрд руб. в прошлую среду, и можно ожидать, что к 31 декабря их объем превысит 1 трлн руб.

Как видно из графика, на текущей неделе ставка «овернайт» вернулась на уровень 5% с пика 7–8%, достигнутого неделей ранее. Во вторник председатель ЦБ Сергей Игнатьев заявил, что не исключает очередного (и теперь, вероятно, последнего в нынешнем году) снижения ставки рефинансирования в предстоящую пятницу. Мы хотели бы вновь высказать нашу точку зрения, что в столь спешном смягчении денежно-кредитной политики нет никакой необходимости, особенно учитывая возможный в I квартале 2010 г. скачок инфляции в связи с существенным повышением пенсий в декабре 2009 г. и регулируемых тарифов в начале 2010 г. С другой стороны, в 2009 г. ЦБ не обращал никакого внимания на нашу точку зрения в 2009 г., правда, следует признать ту вероятность, что, возможности Банка России по прогнозированию инфляции на будущий год значительно превышают наши.

С учетом сказанного наш прогноз состояния денежного рынка на ближайшие два-три месяца остается положительным: в I полугодии 2010 г. не следует ожидать дефицита рублевой ликвидности ввиду некоторого укрепления рубля, процентные ставки будут умеренно низкими, в результате увеличения бюджетных расходов в декабре сформируется денежная «подушка». Некоторый дефицит краткосрочной ликвидности может возникнуть в декабре, поскольку участники межбанковского рынка будут неохотно предоставлять кредиты на время длинных новогодних каникул, однако рынок РЕПО ЦБ не оставит банки без помощи, так что ставки по кредитам «овернайт» не должны превысить уровня 6,25%.



Долгосрочные рублевые ставки

Торговая активность снижается

За минувшие семь дней доходности долгосрочных ОФЗ не изменились, поскольку участники рынка выравнивали позиции в преддверии новогодних каникул. В настоящий момент выпуск пятилетних ОФЗ 26202 торгуется с доходностью 8,35% против 8,38% неделю назад.

Мы подтверждаем позитивную оценку перспектив долгосрочных рублевых ставок, исходя из следующих соображений:

- ✦ Смягчение денежно-кредитной политики продолжается, хотя в 2010 г. оно может быть весьма умеренным по сравнению со II полугодием 2010 г.
- ✦ Если ставка рефинансирования находится на беспрецедентно низком уровне, 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.

Что делать

Хорошие вести от ВТБ (BBB/Baa1/BBB)

На прошлой неделе один из главных заемщиков на российском долговом рынке, ВТБ, опубликовал финансовые результаты за 9 месяцев 2009 г., показавшие позитивную динамику. Если исключить разовые статьи, то основной бизнес банка зафиксировал прибыль по итогам III квартала, доля просроченной задолженности в кредитном портфеле оказалась вполне умеренной – 7,8% и, что важнее всего, согласно прогнозу банка, на конец года просроченная задолженность не превысит 10%, что сулит более высокие показатели прибыли по итогам IV квартала. Тем временем после ряда транзакций капитализация ВТБ превысила наш прогноз, коэффициент достаточности совокупного капитала составляет у банка 19%, достаточность капитала первого уровня равна 14%, так что способность банка абсорбировать убытки возросла.

Исходя из этого, мы хотели бы назвать наиболее привлекательные возможности по приобретению риска ВТБ.

- ✦ Рынок еврооблигаций
 - VTB'18, торгующийся с доходностью приблизительно 7% к пут-опциону в 2013 г., что соответствует спреду в размере 550 б.п. к трехлетним UST;
 - VTB'35, доходность – 7,65% к пут-опциону в 2015 г., спред 520 б.п. к пятилетним UST;
 - Выбирая между двумя бумагами, мы бы отдали предпочтение VTB'18, поскольку в настоящий момент придерживаемся умеренно-негативного взгляда на перспективы долгосрочных долларовых ставок.
- ✦ Рынок рублевых облигаций
 - Мы считаем привлекательным субриск ВТБ в виде облигаций дочерних компаний ВТБ – ВТБ24 (BBB/Baa1/BBB) и ВТБ-Лизинг (BBB/BBB);
 - ВТБ24-1, Доходность 9,85% на 22 месяца
 - ВТБ-Лизинг-1, доходность 10% на 11 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, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

Управление торговли

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

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Алексей Чекушин, 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, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@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

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

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 oferta или предложение делать oferty. 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