

Казначейские обязательства

Бернанке попытался остудить рынок

В минувшую пятницу председатель ФРС Бен Бернанке высказался по поводу будущей политики регулятора в сфере процентных ставок. Его выступление сводилось к тому, что ФРС начнет повышение ставок, как только экономика США наберет ход. Хотя в словах Бернанке не содержалось ничего кроме вполне очевидной экономической логики, рынок с таким напряжением ждет сигналов о наступлении нового цикла ужесточения денежно-кредитной политики, что инвесторы начали немедленно продавать длинные государственные облигации, и в течение пятницы доходность десятилетних нот поднялась с 3,25% до 3,38%. Затем бенчмарк консолидировался на этом уровне при низком объеме торгов, что вполне естественно – в начале недели в США праздновался День Колумба.

Бернанке ни словом не обмолвился о конкретных сроках возможного повышения ставок. Вполне вероятно, что эта «словесная интервенция» была лишь попыткой погасить «иррациональное возбуждение», которому в последнее время оказались подвержены рынки, ожидающие роста без инфляции. ФРС предпримет реальные действия не раньше чем показатели инфляции дадут для этого основания, и мы по-прежнему придерживаемся мнения, что денежные власти США проявят большую терпимость к росту цен, чем ЕЦБ. Помимо этого, совершенно непонятно, как поведет себя американская экономика после двух первых кварталов роста в отсутствие стимулов в виде денежных вливаний.

Итак, учитывая радужные перспективы экономического восстановления, с точки зрения фундаментальных показателей было бы верным ожидать, что доходность десятилетней казначейской ноты поднимется до 5%, но на самом деле более вероятно, что в ближайшие месяцы бенчмарк будет торговаться с доходностью 3–3,75%. Исходя из этого наш долгосрочный взгляд на безрисковые долларové ставки остается нейтральным на IV квартал 2009 г. и негативным на годичный и более длительный временной горизонт.

Russia'30

Рост замедляется

После ралли, длившегося всю прошлую неделю, **Russia'30** консолидировалась на новых, впечатляющих уровнях. В настоящий момент доходность выпуска составляет 5,4%. В последний раз подобная доходность **Russia'30** наблюдалась еще до кризиса, в мае 2008 г.

Между тем спред **Russia'30** к десятилетним казначейским облигациям все еще составляет 200 б.п. Это примерно вдвое больше, чем в 2007 г., что мешает инвесторам фиксировать прибыль после существенного роста. Относительно долговых обязательств развивающихся рынков картина выглядит неоднородно: спред к бумаге **Mexico'19** (BBB+/Baa1/BBB+) вчера стабилизировался на отметке 30 б.п., что близко к уровням 2007 г. – I полугодия 2008 г. С другой стороны, **Russia'30** все еще торгуется с премией в размере 85 б.п. к выпуску **Brazil'17** против дисконта на уровне 25–25 б.п. в 2007 г. – это, безусловно, следствие выросшей в последнее время инвестиционной привлекательности Бразилии.

По нашему мнению, премия к докризисным уровням должна существовать хотя бы потому, что кризис еще не завершился. Следовательно, наш базовый сценарий состоит в том, что волатильность будет постепенно снижаться под сохраняющимся, но ослабевающим давлением в сторону повышения цен.

В настоящий момент мы придерживаемся умеренно позитивного взгляда на российский суверенный долг. Складывается впечатление, что ралли, длившееся несколько последних месяцев, проходило на небольших объемах и обошлось без участия крупных иностранных инвесторов, так пока и не вернувшихся на рынок. Так что рост покупательской активности все еще впереди, хотя восстановление котировок уже почти завершилось.

С учетом этого мы ожидаем, что до конца года спред **Russia'30** к **US10Y** стабилизируется в диапазоне 150–170 б.п.



Российский денежный рынок

Восстановление продолжается

На графике видно, что на текущей неделе однодневные ставки рублевого рынка колеблются в диапазоне 5–6%. В результате плавного снижения ставка MosPrime по трехмесячным кредитам также оказалась ниже 9%. Состояние российского денежного рынка не дает поводов для опасений, по крайней мере в краткосрочной перспективе, поскольку ближе к концу 2009 г. рублевая ликвидности будет неизбежно увеличиваться в связи с традиционным в последние месяцы года ростом расходов федерального бюджета.

С другой стороны, отметим, что ставка рефинансирования ЦБ РФ в настоящий момент находится на уровне 10%, то есть там же, где и перед кризисом. Однако ставке по однодневному РЕПО еще предстоит проделать этот путь. Сейчас она составляет 7,25%, а в 2007 г. была равна 6%. Исходя из этого, можно ожидать, что ЦБ возьмет паузу, чтобы оценить эффект от последнего снижения ставки, составившего сразу 50 б.п. Действия регулятора по итогам этого осмысления будут зависеть от октябрьских показателей инфляции, так что в текущем месяце ЦБ едва ли предпримет что-либо в отношении ставки рефинансирования, хотя ставку по РЕПО можно легко снизить на еще на 125 б.п., не дожидаясь данных по инфляции.

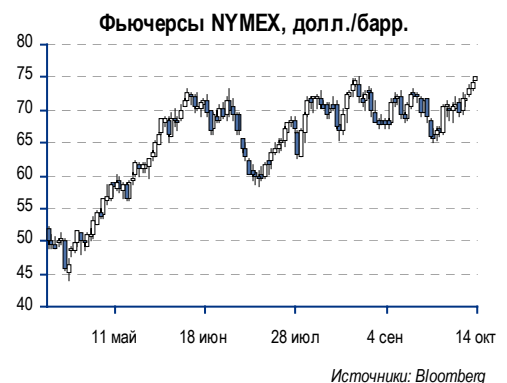
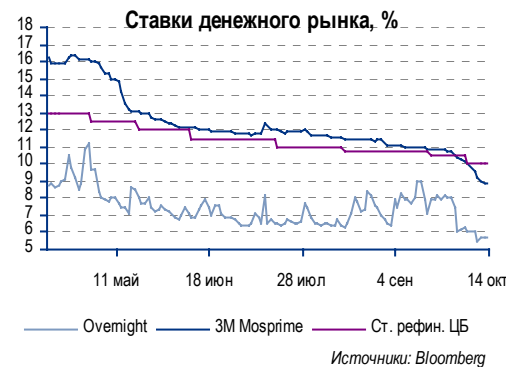
Курс рубля

Ожидается умеренное укрепление

Вчера бивалютная корзина ЦБ выросла в стоимости еще на 15 копеек в связи с некоторым ухудшением настроений на рынке акций, но главной движущей силой рубля все же остается цена нефти, неуклонно идущая вверх. Вчера она достигла уровня 75 долл./барр. и, похоже, в ближайшие недели не намерена останавливаться.

Основным вопросом, который обсуждается на внешнем валютном рынке, остается слабость доллара. В последние несколько дней евро продолжал укрепляться, и сегодня достиг отметки 1,49 евро/долл., на которой он в последний раз побывал в августе 2008 г. Мы уже писали о том, что в течение года у европейской валюты есть все шансы добраться до уровня 1,7 евро/долл. Это открывает новые перспективы роста рубля по отношению к доллару, что уже ощутил на себе рынок NDF – вмененная доходность по месячным контрактам руб./долл. опустилась с 7,75% в прошлый четверг до 7,5%.

В настоящий момент важно не то, какого уровня достигнет рубль в будущем, а тот простой факт, что в ближайшие месяцы опасения по поводу ослабления рубля, скорее всего, не будут давить на рынок рублевых облигаций. Наш взгляд на рубль остается умеренно позитивным как на ближайшую, так и на среднесрочную перспективу.



Рублевые облигации

Для беспокойства нет причин

На текущей неделе доходность длинных ОФЗ продолжала снижаться: наш бенчмарк, **ОФЗ 46018** с погашением в 2021 г., торгуется с доходностью 9,5% против 10–10,25% неделю назад. Так следует ли участникам рынка фиксировать прибыль?

Наш ответ – не сейчас. Положение на рынке рублевых облигаций отличается от ситуации с суверенными облигациями в лучшую сторону, и вот почему:

- ✦ Доходности рублевых облигации далеки от докризисных уровней (**ОФЗ 46018** в начале 2008 г. торговались с доходностью 6,4% к погашению – против 9,5% в настоящий момент);
- ✦ В дальнейшем ЦБ РФ будет не повышать, а снижать ставку рефинансирования – когда бы это ни произошло, раньше или позже;
- ✦ Ставки ЦБ РФ по однодневному РЕПО в настоящее время находятся в диапазоне 7,25–9%; и до конца 2009 г. фактическая ставка, скорее всего, будет оставаться ближе к нижней границе диапазона. Находящиеся в обращении ОФЗ все еще торгуются с премией к указанному диапазону.
- ✦ Прогноз укрепления рубля служит катализатором возвращения иностранных инвесторов на рынок рублевых облигаций. Этот процесс только теперь возобновляется после массивного бегства капитала, спровоцированного крахом Lehman Brothers, так что в ближайшие месяцы спрос со стороны иностранных инвесторов, весьма вероятно, продолжит расти.

Таким образом, наш краткосрочный прогноз – следует ожидать дальнейшего снижения доходностей в широком спектре рублевых облигаций, по меньшей мере еще на 100 б.п. Это ясно показывает, что наиболее привлекательная торговая идея в настоящий момент – бумаги с большой дюрацией, такие как длинные ОФЗ, облигации Москвы серий 62, 63, 44 и 56, ноты Газпрома серий 11 и 13 и т.п.

Идея в корпоративном секторе

СИСТЕМные риски снизились

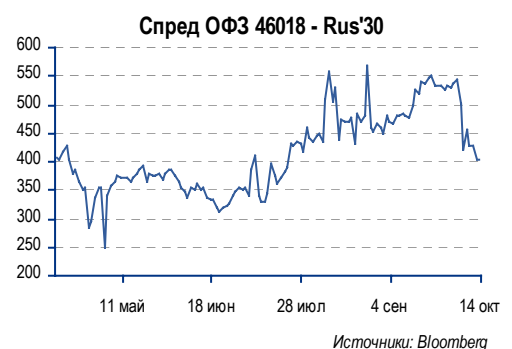
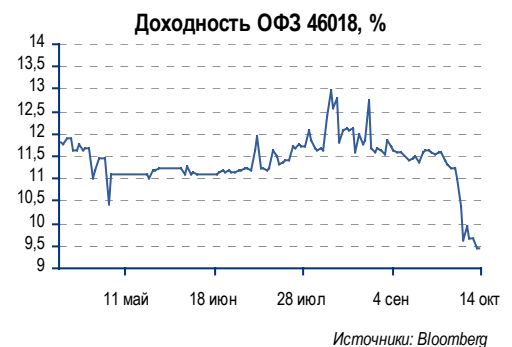
Последние месяцы изобиливали хорошими новостями об АФК «Система» (ВВ/В1/ВВ-). Напомним лишь о некоторых из них:

- ✦ Приобретенные недавно башкирские нефтяные активы, которые Система намеревается консолидировать в единую нефтяную компанию на базе Башнефти, обещают стать для холдинга крупным центром генерации денежных потоков;
- ✦ Система полностью урегулировала проблему с задолженностью Системы-Галс, уступив этот актив ВТБ;
- ✦ В октябре рейтинговое агентство Fitch подтвердило рейтинг Системы на уровне «ВВ-», повысив прогноз с «негативного» до «стабильного»;
- ✦ ...и многое другое, чего мы не будем касаться подробно (консолидация Комстара-ОТС сотовым оператором МТС, готовность государства принять участие в индийском проекте Системы и т.д.)

С учетом этого мы советуем инвесторам обратить более пристальное внимание на выпуски холдинга, особенно рублевые. В частности, мы рекомендуем:

– Выпуск **АФК-Sistema-2**, торгующийся с доходностью 12,4% к оферте в августе 2012 г. Бумага котируется со спредом 120 б.п. к **МТС-5** и в то же время имеет длинную дюрацию (2,2 года), что желательно в контексте предлагаемого нами общего прогноза по рынкам (см. выше);

– МБРР-3, торгующийся с доходностью 13,4% к оферте в октябре 2010 г. Банк является важной составной частью холдинга, имеет рейтинги «В1/В+» по версии Moody's и Fitch (Fitch вчера подтвердило рейтинг компании с прогнозом «Стабильный» вслед за изменением прогноза по рейтингу самой Системы). Эта облигация будет привлекательна для инвесторов, заинтересованных в большем спреде при ограниченном рыночном риске.



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, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovan@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 Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

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

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@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, baktinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@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 Гринкрюг, grinkrug@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