

Казначейские облигации США

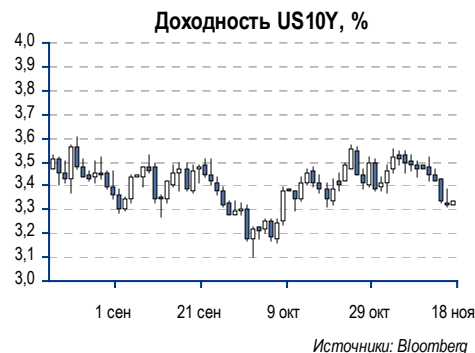
В узком диапазоне

Казначейские ноты скорректировались вниз, после того как две недели назад US10Y достигли пика доходности на уровне 3,55%, что полностью соответствует нашему нейтральному взгляду на эти инструменты. Мы по-прежнему считаем, что в отсутствие явных признаков роста инфляции ФРС не будет испытывать желания поднимать ставки. Более того, вполне вероятно, что американские денежные власти будут готовы мириться с умеренным инфляционным давлением во имя экономического роста.

Между тем последние экономические показатели США не дают оснований ожидать ускорения инфляции. Согласно данным по занятости за октябрь, уровень безработицы в США достиг 10,2%, число сокращенных за месяц рабочих мест составило 190 тыс. Опубликованный вчера индекс цен производителей также оказался существенно ниже ожиданий и показал, что американский бизнес пока не в состоянии диктовать цены потребителям продукции.

Как следствие, в настоящий момент десятилетние ноты торгуются с доходностью на уровне 3,34%, а спред 2Y–10Y за последние две недели сузился на 10 б.п. и сейчас составляет 256 б.п. Последний локальный максимум спреда был зафиксирован в мае 2009 г. на отметке 275 б.п.

С учетом сказанного наш взгляд на казначейские облигации остается нейтральным на IV квартал 2009 г. и негативным на более отдаленную перспективу. До конца 2009 г. десятилетние казначейские ноты, как мы ожидаем, будут котироваться с доходностью в диапазоне 3–3,7%.



Russia'30

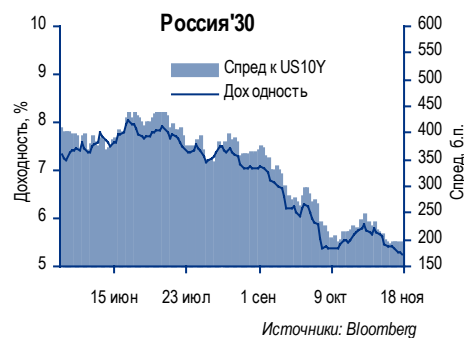
Доверие восстановлено

Всегда приятно убедиться в точности своих прогнозов, хотя это и случается гораздо реже, чем хотелось бы. Напомним: мы утверждали, что расширение спреда Russia'30 к US10Y было всего лишь тактическим отступлением, перед тем как разогнаться и преодолеть уровень сопротивления, располагающийся на отметке 200 б.п.

В настоящий момент выпуск Russia'30 торгуется со спредом в размере 192 б.п. к US10Y и, похоже, готов подступить к дальнейшим ценовым вершинам. В последние две-три недели российский суверенный долг получил поддержку в виде улучшения настроения на рынках акций и устойчиво высоких цен на нефть

Несмотря на недавнее повышение котировок, выпуск Russia'30 остается недооцененным по сравнению с суверенным долгом развивающихся рынков. Спред российского бенчмарка к обязательствам Мексики, который в 2007 г. был нулевым, две недели назад составлял 32 б.п., а с тех пор расширился еще на 20 б.п. Спред российских облигаций к бразильским составляет 83 б.п. – за две недели он не изменился, но по сравнению с докризисным периодом расширился на 150–75 б.п. Спред к суверенным бумагам Турции (BB-/Ba3/BB-) составлял 67 б.п., что совсем уж непонятно: в 2007 г. он был равнее минус 150–200 б.п.

Итак, с учетом благоприятной для России конъюнктуры сырьевых рынков, благополучного платежного баланса и высокой относительной привлекательности суверенного долга мы ожидаем, что спред Russia'30 к US10Y продолжит сужение и до конца года достигнет уровня 150–170 б.п.



Российский денежный рынок

Ставки идут вниз вслед за ставками ЦБ

Как видно на графике, ключевые ставки денежного рынка не замедлили откликнуться на действия ЦБ РФ, который в конце октября понизил ставку рефинансирования до 9,5%. Ставка по однодневным кредитам опустилась с 6% до 5%, ставка MosPrime по трехмесячным кредитам также постепенно снизилась с 8,3% до 7,5%, вмененные ставки NDF последовали в том же направлении: трехмесячная доходность упала до 5,7% с 6,8% двумя неделями ранее.

В краткосрочной перспективе мы не видим никаких угроз российскому денежному рынку: остатки на корсчетах банков в ЦБ устойчиво превышают 500 млрд руб., а в декабре ожидается новый приток ликвидности в результате традиционного для конца года увеличения бюджетных расходов.

Главным среднесрочным риском остается инфляция. Хотя в августе–октябре власти добились выдающихся успехов в сдерживании роста цен, неизвестно, удастся ли избежать сезонного скачка инфляции в ноябре–декабре, поскольку эффект нового урожая себя уже исчерпал. С учетом этого риска нам представляется, что до конца года ЦБ не будет спешить с дальнейшим понижением процентной ставки и предпримет действия в этом направлении, только если следующие показатели инфляции окажутся действительно низкими.

В целом, мы ожидаем, что до конца нынешнего года конъюнктура денежного рынка останется устойчивой и благоприятной, чему будут способствовать прежде всего увеличение бюджетных расходов и, как мы надеемся, сильный рубль.

Обменный курс рубля

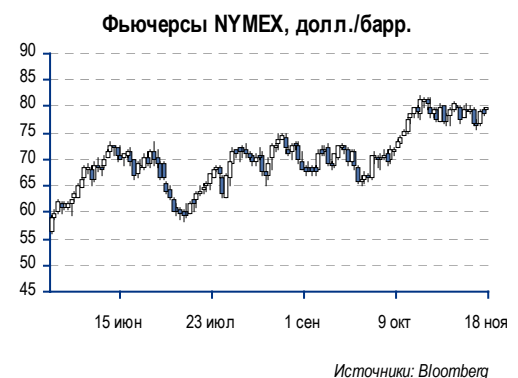
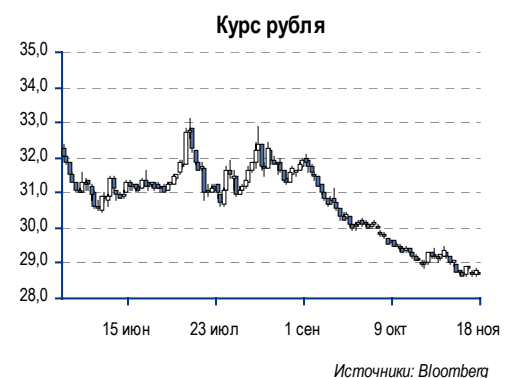
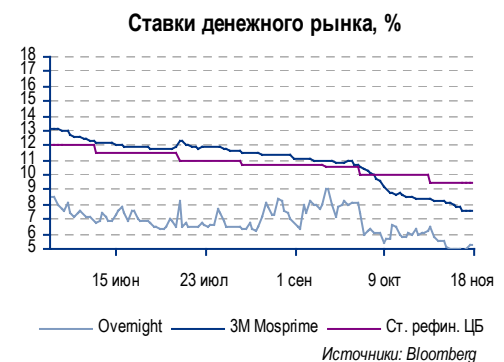
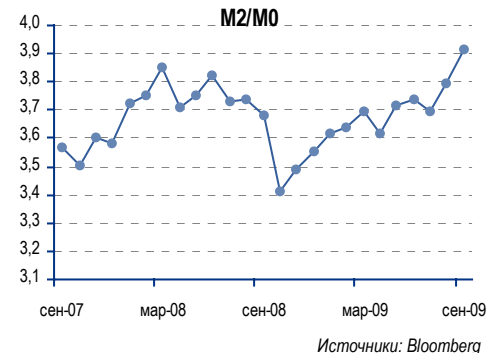
Укрепление продолжается

С одной стороны, Россия переживает период смягчения денежно-кредитной политики, с другой, рублевые ставки все еще высоки в сравнении со ставками в развитых странах, и дифференциал между ними стимулирует приток иностранного капитала. Если в I квартале 2009 г. сальдо торгового баланса РФ оставалось положительным, а чистый отток средств по счету текущих операций составил 32 млрд долл., то уже во II квартале 2009 г. чистый приток капитала достиг 10 млрд долл.

Переход ЦБ РФ к таргетированию инфляции предвещает повышение волатильности российской валюты. В результате усилится зависимость обменного курса рубля от цен на нефть и изменения отношения инвесторов к риску. В более отдаленной перспективе, при условии сохранения стабильных цен на нефть политика ЦБ создает условия для дополнительного укрепления рубля, поскольку возможности Банка России по стерилизации нефтедолларов будут ограничены опасениями относительно того, что дополнительная денежная эмиссия приведет к нагнетанию инфляционного давления. Тем не менее цены на нефть остаются для российской валюты основным фактором риска, который чрезвычайно трудно устранить.

Укрепление рубля по отношению к бивалютной корзине продолжилось после небольшой паузы в середине ноября, и в настоящий момент корзина стоит 35,07 руб. против 35,30 руб. две недели назад. За это время рубль укрепился на 50 копеек по отношению к доллару, и ЦБ продолжал покупать доллары на валютном рынке, увеличив золотовалютные резервы более чем на 20 млрд долл.

С учетом всех этих факторов, и особенно благополучного платежного баланса, мы считаем, что в среднесрочной перспективе у рубля существенно больше шансов укрепиться, чем ослабнуть, поскольку цены на нефть остаются выше 70 долл./барр., а инфляционные ожидания – умеренными. Помимо этого, рублю еще далеко до предкризисного уровня. Как следствие, мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы укрепления российской валюты.



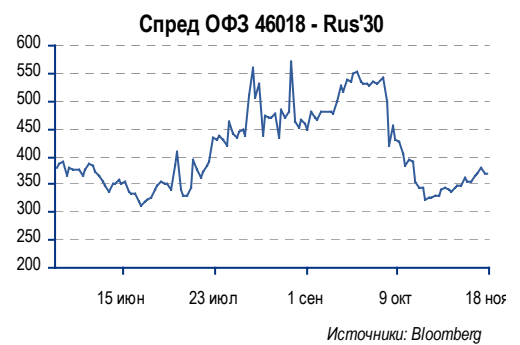
Долгосрочные рублевые ставки

Ставки стабильны, снижение более вероятно, чем повышение

Поскольку ставки РЕПО в настоящий момент составляют 6,75%, премия к ним существует вдоль всей кривой ОФЗ. При этом реальные ставки денежного риска еще ниже, чем ставки РЕПО (см. наш комментарий по денежному рынку). Это создает условия для роста цен на долгосрочные облигации, в том числе государственные.

И все же основные фундаментальные факторы динамики рынка – а) смягчение денежно-кредитной политики ЦБ РФ, которое, как ожидается, продолжится в 2010 г., и б) перспективы снижения инфляции – указывают на вероятность снижения доходностей. Снижение ставок NDF создает стимулы для повышения активности нерезидентов на рынке рублевых облигаций, за счет чего вырастет не только предложение, но и спрос на первичном рынке.

Таким образом, краткосрочное повышение доходностей рублевых облигаций следует воспринимать не как повод для тревоги, а как возможность покупки. Мы по-прежнему положительно оцениваем как долгосрочные, так и краткосрочные перспективы рынка рублевых инструментов с фиксированной доходностью. По нашему прогнозу, до конца года доходность на длинном конце кривой ОФЗ снизится до 8,5% с 9% в настоящий момент.



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, bozhenkovs@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 оферта или предложение сделать 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