

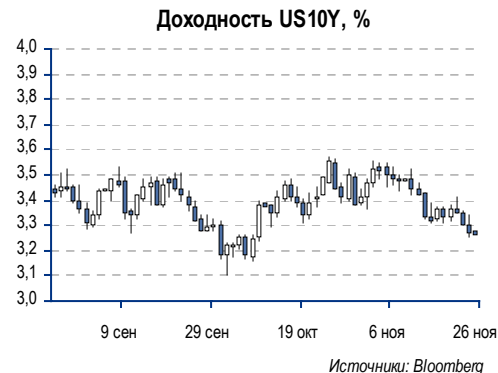
Казначейские облигации США

Картина прежняя

На прошлой неделе на рынке казначейских обязательств США не наблюдалось особых изменений: От ФРС не поступало дополнительной информации о перспективах кредитно-денежной политики, макроэкономические данные не преподнесли особых сюрпризов, существенные ценовые движения также отсутствовали. При поддержке со стороны высокого спроса на первичном рынке котировки казначейских облигации продолжали колебаться в узком диапазоне: в настоящий момент доходность десятилетней ноты на 5 б.п. ниже, чем семь дней назад. Наклон кривой UST также не сильно изменился: спред 2Y – 10Y UST равен 258 б.п. против 265 б.п. неделю назад, при том что последний локальный пик, достигнутый в мае 2009 г., составляет 276 б.п.

Не слишком отчетливые макроэкономические прогнозы (восстановление? – да; устойчивое? – кто знает...) порождают столь же смутные инфляционные ожидания: да, цены станут повышаться, если экономика будет расти, однако имеющиеся свободные мощности будут в очень значительной мере демпфировать инфляционное давление, по крайней мере в течение первого года восстановления.

Исходя из этого, наш взгляд на перспективы рынка казначейских облигаций остается нейтральным на IV квартал 2009 г. и негативным на более длительную перспективу. Мы ожидаем, что доходность десятилетних нот будет колебаться в диапазоне 3–3,6% до конца 2009 г.



Russia'30

Слабее долга развивающихся рынков

Очередной раунд сужения спреда Russia'30 к US10Y – в этот раз сразу до 190 б.п. – остался позади. На этом уровне уместно задать вопрос: какой потенциал теперь больше – снижения или роста?

По нашему мнению, у российского суверенного долга по-прежнему больше шансов на ценовой рост, разумеется, если не обрушатся цены на нефть (например, ниже 50 долл./барр.). Спред Russia'30 к UST все еще вдвое шире, чем 2007 г. Кроме того, в сравнении с бумагами развивающихся рынков российский суверенный долг сегодня выглядит дешевле, чем неделю назад.

В частности, спред Russia'30 к бразильскому суверенному долгу составляет 98 б.п. против 73 б.п. неделю назад, та же картина наблюдается с бумагами Мексики: 38 б.п. против 31 б.п. семь дней ранее. Спред к облигациям Турции остался прежним на уровне 60–65 б.п., что вызывает лишь недоумение: суверенные рейтинги Турции составляют лишь BB-/Ba3/BB-, тогда как российский находится на уровне IG.

Итак, 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 продолжит сужение и до конца года достигнет уровня 150–170 б.п.



Российский денежный рынок

ЦБ вновь снизил ставку рефинансирования

Вчера ЦБ объявил об очередном снижении ключевых процентных ставок: ставка рефинансирования была понижена с 9,5% до 9%, ставка по однодневным РЕПО – до 6,25%, ставка по однодневному фиксированному РЕПО – до 8%. Мы считаем столь быстрое снижение ставок неоправданным с макроэкономической точки зрения. Понятно, что ЦБ стремится облегчить корпоративным заемщикам и физическим лицам доступ на кредитные рынки, однако кто поручится, что столь мягкая денежно-кредитная политика не приведет в очередной вспышке инфляции?

Между тем ноябрьские показатели инфляции остаются вполне благополучными: рост цен на 0,1% за первую неделю месяца, по словам представителей ЦБ, позволяет рассчитывать на то, что инфляция по итогам месяца составит 0,3–0,4%, а в декабре будет наблюдаться сходная динамика. Это значит, что по итогам года инфляция потребительских цен может оказаться равной 8,9–9,1% (накопленная инфляция с начала года составила 8,1%).

Любопытно, что в тот же момент, когда была снижена ставка рефинансирования, на межбанковском рынке резко подскочили ставки по кредитам «овернайт» – с 5% на прошлой неделе до почти 7% в настоящий момент. Однако это не так уж неожиданно, если учесть сезонный характер колебаний ставки по однодневным кредитам: в связи с налоговыми платежами ставки по рублевым кредитам «овернайт» подсаживали в конце ноября 2006 и 2007 гг., не говоря уже о прошлом году.

В декабре ситуация с рублевой ликвидностью, скорее всего, улучшится в результате значительного роста бюджетных расходов. Ближе к концу года мы, как обычно, станем свидетелями увеличения временно свободных средств на корреспондентских счетах банков в ЦБ, а в январе–феврале 2010 г. эта денежная «подушка» будет постепенно уменьшаться в размерах.

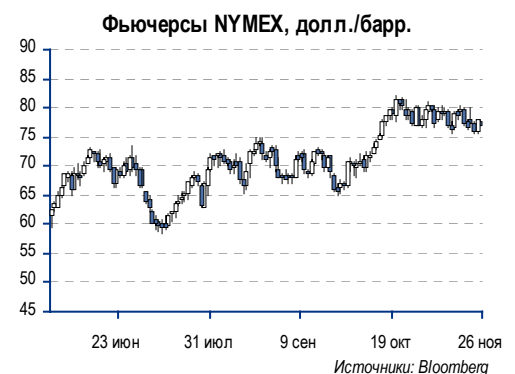
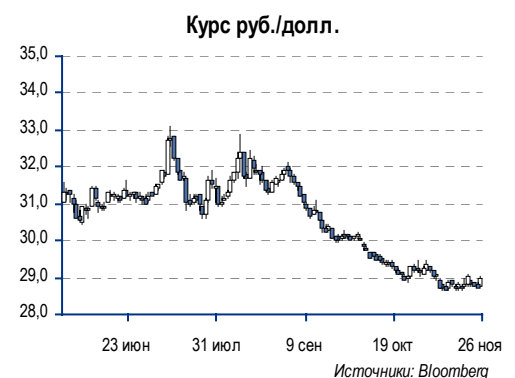
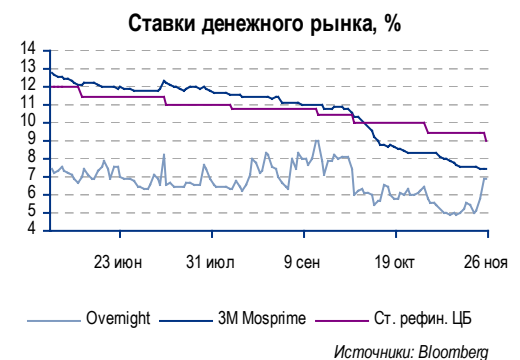
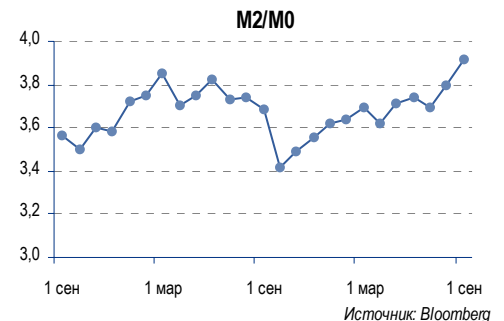
Обменный курс рубля

Ожидается повышение волатильности курса

ЦБ в спешном порядке снижает ставки с целью стимулирования экономики, но это оказывает давление на рубль, снижая привлекательность российской валюты в качестве объекта carry trade. Кроме того, на текущей неделе пошли вниз цены на нефть: котировки нефтяных фьючерсов на Нью-йоркской товарной бирже упали с почти 80 долл./барр. до 76 долл./барр, причем в этот раз их нисходящая динамика не была следствием укрепления доллара. Напротив, сегодня европейская валюта преодолела уровень сопротивления доллара, располагающийся на отметке 1,5 долл./евро, что, однако, никак не повлияло на цены наиболее чувствительного к валютным курсам российского сырья.

В результате курс рубля почти не изменился по отношению к доллару, но снизился к бивалютной корзине: рублевая стоимость корзины выросла с 35,08 руб. неделю назад до 35,38 руб. на настоящий момент.

С другой стороны, поскольку положительному сальдо российского платежного баланса ничего не угрожает, а инфляционные ожидания остаются низкими, мы считаем, что в среднесрочной перспективе у рубля существенно больше шансов укрепиться, чем ослабнуть. Кроме того, рублю еще далеко до предкризисного уровня. Как следствие, мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы укрепления российской валюты.



Долгосрочные рублевые ставки

Действия ЦБ способствуют снижению доходностей

Снижение ставок РЕПО, безусловно, оказывает поддержку ценам рублевых облигаций. Вместе с тем значительный объем предложения на первичном рынке удерживает участников рынка от дальнейшего снижения доходностей. Программа заимствований Минфина позволяет до конца года разместить ОФЗ на сумму до 250 млрд руб. – для шестинедельного срока сумма немалая. Вполне вероятно, что часть этих инструментов станет объектом вложения бюджетных средств, которые выплеснутся на рынок в конце декабря. Корпоративные заемщики не намерены отставать от государства: в ближайшие две недели компании планируют размещения в общей сложности на сумму 110 млрд руб.

И все же основные факторы динамики рынка – а ими, по нашему мнению, являются а) смягчение кредитно-денежной политики ЦБ, которое, как ожидается, продолжится в 2010 г., и б) перспективы снижения инфляции – работают на снижение доходностей.

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.

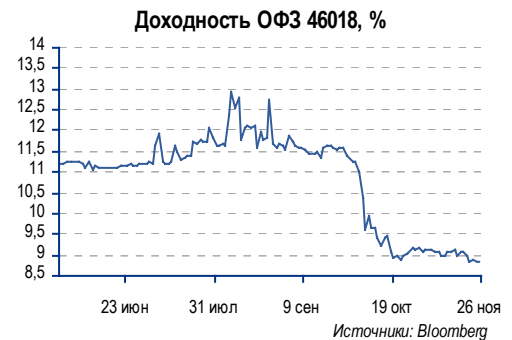
Рекомендации инвесторам

Первичный рынок более привлекателен

Откровенно говоря, после недавнего ралли, мы не видим действительно привлекательных торговых идей на рынке российских еврооблигаций, за исключением нескольких бумаг банковского сектора, о которых мы писали в выпусках Fixed Income Daily.

На рынке рублевых облигаций мы рекомендуем инвесторам:

- ✦ покупать высококачественные длинные бумаги в ожидании снижения доходностей, например, ОФЗ 46018 (УТМ8,95% дюрация – 6,9 года), Москва-39 (УТМ9,4%, дюрация – 3,6 года), Москва-44 (УТМ9,4%, 4,2 года);
- ✦ активно участвовать в размещении новых бумаг корпоративного сектора. В частности, мы считаем чрезвычайно привлекательными следующие размещения.
 - АФК Система-3 (ВВ/В1/ВВ-), размер 19 млрд долл. 3 года, ориентир по купону – 12,25–13%;
 - МДМ-Банк (В+/Ва2/ВВ-), размер 5 млрд руб., 3 года, ориентир по купону – 13–13,5%;
 - Мосэнерго (ВВ-, риск Газпрома), размер – 5 млрд руб., срок обращения будет определен позже, доходности выше 10% привлекательны на двух-трехлетний срок.



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 Гринкрук, 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 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