

Казначейские облигации США

В узком диапазоне

Бегство в качество, которое мы наблюдаем в настоящий момент, по нашему мнению, – всего лишь следствие отличной динамики мировых рынков в 2009 г. Инвесторы опасаются, что накопленная к окончанию года прибыль попросту уплывет из рук. Подобная ситуация создает очевидный потенциал для резкой коррекций по любым негативным поводам – таким в данном случае стала история с Dubai World, которой при иных обстоятельствах не придали бы такого значения. Усиление бегства в качество даже после публикации в прошлую пятницу отличных данных по занятости в США лишь доказывает, что нынешний негативный настрой мировых рынков обусловлен причинами преимущественно технического характера.

После публикации благоприятной статистики по рынку труда следующей важной темой, обсуждаемой на рынках, стала вероятность повышения Федеральной резервной системой процентных ставок. По нашему мнению, на это уповать не стоит – на выходе из рецессии, когда уровень безработицы составляет 10%, в американской экономике достаточно свободных мощностей для роста, не сопровождающегося заметным увеличением ценового давления. Результаты пред рождественских продаж также свидетельствуют о том, что, несмотря на огромные скидки и различные «приманки», розничные сети оказались не в состоянии повысить потребительский спрос. Мы считаем, что стратегию свертывания мер по стимулированию экономики есть смысл обсуждать, когда налицо устойчивое восстановление, а повышения ставок можно ожидать, только когда повышение ценового давления становится очевидным. Из этого следует вывод, что меры денежного стимулирования, вполне вероятно, сохранятся в американской экономике на протяжении 2010 г., тем более что устойчивость восстановления, по утверждению многих наблюдателей, достаточно сомнительна.

Таким образом, наш взгляд на казначейские облигации США не изменился: до конца IV квартала 2009 г., а может быть, и в I квартале 2010 г. US10Y будут по-прежнему торговаться в техническом диапазоне, составляющем 3–3,65%. Если этот диапазон будет пробит, то, скорее всего, вверх, и тогда доходность немедленно начнет движение в сторону 4,5–5%. Как следствие, мы придерживаемся нейтрального взгляда на казначейские обязательства США в краткосрочной перспективе и отрицательного на годичный горизонт.

Russia'30

Россия держится неплохо

Спред Russia'30 к US10Y достиг локального минимума на прошлой неделе, когда ослабла напряженность, связанная с дубайской историей, однако в начале текущей пятидневки российский бенчмарк понес потери в связи с падением рынка акций, снижением цен на нефть и ослаблением рубля. К счастью, пока ущерб оказался ограниченным: спред Russia'30 к US10Y расширился до 200 б.п., а по сравнению с аналогами развивающихся рынков динамика российского суверенного долга была совсем неплохой. Спред российских облигаций к бразильским почти не изменился по сравнению с прошлой неделей и в настоящий момент составляет 95 б.п., к мексиканским – 33 б.п. против 46 б.п. недель ранее. И только спред к турецким суверенным бумагам расширился за неделю с 74 до 87 б.п., однако это связано с повышением кредитного рейтинга Турции по версии S&P на две ступени до BB+.

По нашему мнению, Россия вполне в состоянии обслуживать внешний долг при ценах на нефть на уровне 60 долл./барр. В настоящий момент доля государственного внешнего долга в ВВП равна 1,8% – это ничтожная величина в сравнении со другими странами – представителями развивающихся рынков. Разумеется, не снята с повестки дня проблема финансирования бюджетного дефицита в 2010 г., которую предполагалось решить путем размещения еврооблигаций на сумму 18 млрд долл., однако высокие цены на нефть в 2009 г. уже существенно уменьшили потребность государства в заемных средствах.

Таким образом, исходя из благоприятной (хотя и ухудшающейся) конъюнктуры сырьевых рынков, благополучных показателей платежного баланса и высокой относительной привлекательности суверенного долга, мы ожидаем, что спред Russia'30 к US10Y возобновит сужение и до конца года достигнет уровня 150–175 б.п.

Доходность US10Y, %



Россия'30



Российская макроэкономическая ситуация

Умеренная инфляция по итогам ноября

По итогам ноября инфляция составила 0,3% – это больше, чем в августе-октябре, когда цены застыли на месте, но все еще весьма умеренный показатель. С учетом неблагоприятных сезонных факторов, обычно действующих в последние два месяца года, было трудно ожидать, что ноябрьская инфляция окажется столь же низкой, как и октябрьская. Таким образом, мы считаем ноябрьский показатель весьма позитивным.

В результате накопленная инфляция за январь–ноябрь достигла 8,4%, что позволяет говорить о выполнении официального прогноза инфляции, равного 9,1%.

Обменный курс рубля

Надо было слушать Кудрина

С сентября 2009 г. инвесторы относились к рублю как к безопасному активу, поскольку российскому платежному балансу оказывали солидную поддержку высокие цены на нефть, а прибыли были обеспечены отличными условиями для *carry trade*. Дубайская история стала первым камнем, упавшим в эту тихую заводь, а последняя волна бегства в качество и укрепление доллара на глобальных рынках имели еще более тяжелые последствия, сведя на нет результаты укрепления рубля в предыдущие два месяца.

Столь резкий разворот тренда был обусловлен тремя основными причинами:

- ✦ спекуляции российских банков в ожидании дальнейшего укрепления доллара;
- ✦ отток горячих денег из российских активов (то есть акций);
- ✦ быстрое смягчение денежно-кредитной политики ЦБ в последние месяцы.

Примечательно, что об ослаблении рубля относительно корзины валют недвусмысленно предупредил министр финансов Алексей Кудрин, открыто высказавший недовольство масштабами укрепления рубля во II полугодии 2009 г.

При этом мы можем лишь повторить, что с фундаментальной точки зрения рубль не менее силен, чем прежде. Поскольку мы считаем изменение настроения мировых рынков преимущественно технической проблемой, более низкая оценка рубля относительно бивалютной корзины лишь укрепляет нас во мнении о положительных перспективах российской валюты. Нынешнее отступление дает участникам рынка шанс ближе к концу года открыть длинные позиции в рубле на более выгодных уровнях в ожидании возобновления роста российской валюты в I полугодии 2010 г.

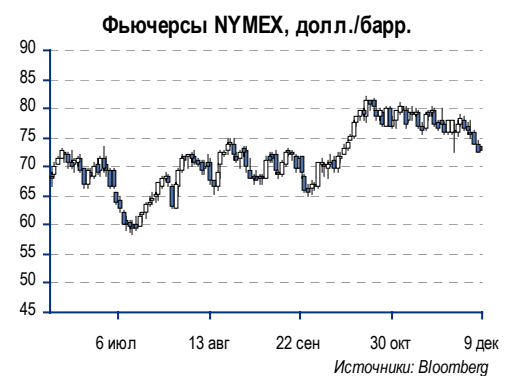
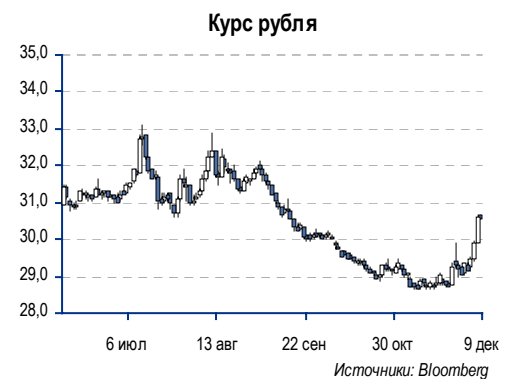
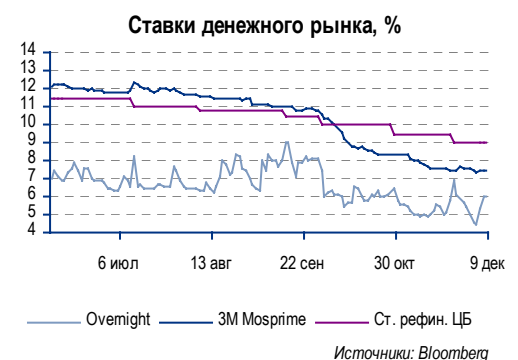
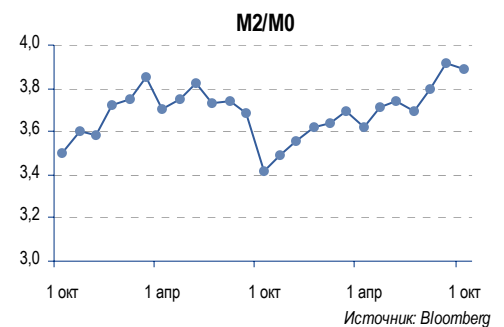
Российский денежный рынок

Кратковременное денежное сжатие

Бегство в доллар на российском денежном рынке на нынешней неделе привело к скачку ставок по кредитам «овернайт». За последние семь дней стоимость однодневных кредитов выросла с 4,5% до 6%, однако ставка *MosPrime* по трехмесячным кредитам осталась в прежнем диапазоне – на уровне 7,4–7,5%.

Мы считаем, что после очередного снижения ставок Центробанком рынок нашупал комфортный уровень ставок по кредитам «овернайт», колеблющийся в диапазоне 4–6%, который, как мы ожидаем, сохранится до конца года. В настоящий момент приток денежных средств будет наиболее активным в свете сезонного роста бюджетных расходов, так что остатки на корсчетах банков в ЦБ будут постепенно расти и достигнут пика 31 декабря.

В январе–феврале 2010 г. запас ликвидности, накопленный в декабре, будет постепенно пущен в дело, так что в течение этого периода мы также не ожидаем сколько-нибудь серьезных проблем на денежном рынке.



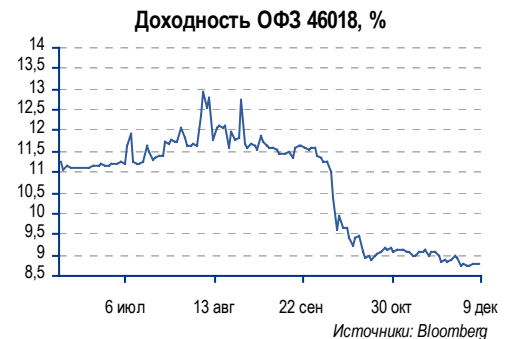
Долгосрочные рублевые ставки

Коррекция вверх, но в целом картина прежняя

Если Алексей Улюкаев прав и ЦБ намерен проводить дальнейшее снижение ставок до конца нынешнего года (мы обсуждали это в предыдущем выпуске «Компаса»), то не приходится ожидать снижения цен на рынке рублевых облигаций, во всяком случае до тех пор, пока сохраняются механизмы рефинансирования, применяемые ЦБ.

Вопреки этой логике, в последнее время наблюдается снижение цен на длинные ОФЗ, ставшее естественным результатом неустойчивости настроений на мировых рынках. Тем не менее пока потери оказались ограниченными: размещенные недавно бумаги ОФЗ 26202 котировались на уровне 8,55% к погашению в 2014 г. против 8,3% в прошлую среду.

Наш общий взгляд на рынок рублевых облигаций остается положительным. Смягчение денежно-кредитной политики продолжается, и если ставка рефинансирования в настоящий момент ниже, чем до кризиса, то доходности облигаций все еще выше, чем в 2007 г. Помимо этого, согласно прогнозу инфляции на 2010 г. прирост индекса потребительских цен будет самым низким за всю постсоветскую историю. В этой ситуации к росту доходностей рублевых облигаций следует относиться лишь как к возможности для покупки.



Рекомендации инвесторам

Время стали

В этот раз мы хотели бы привлечь внимание участников рынка к самым высокодоходным облигациям в металлургическом секторе – фундаментальные показатели металлургических компаний движутся в направлении противоположном ценам их облигаций

В частности, рекомендуем инвесторам присмотреться к следующим выпускам.

- ✦ Мечел-4 (NR), котирующийся с доходностью около 14,5% к оферте через три года. Недавно компания опубликовала неплохие финансовые результаты за III квартал 2009 г., показавшие заметное снижение долговой нагрузки и повышение ликвидности. Помимо этого, выпуск создает хорошие возможности для carry trade, поскольку текущий уровень купона по нему равен 19%.
- ✦ Сибметинвест (Евраз, В+/В2/В+), торгующийся с доходностью 14,1% к погашению через пять лет. Мы считаем Евраз одной из лучших ставок с высокой бетой на восстановление российской экономики. Вдобавок, в отличие от Мечела, Евраз имеет кредитные рейтинги по версии ведущих агентств. Последняя хорошая новость – компания получила согласие инвесторов на изменение ковенантов по еврооблигациям, что вкупе с полученным недавно согласием на изменение ковенантов по синдицированным кредитам полностью решает проблему их возможного нарушения. Предложение купить облигации Сибметинвеста было бы почти идеальным, если бы не их длинная дюрация и предложение новых облигаций Евраза на 30 млрд руб., ожидающее инвесторов в 2010 г. Тем не менее бумага выглядит весьма привлекательной в категориях relative value.

Помимо этого, мы по-прежнему рекомендуем приобретать банковские облигации. На текущей неделе агентство Fitch опубликовало отчет по российскому банковскому сектору, в котором отмечены постепенное снижение рисков российских банков и их способность справляться с убытками от плохих долгов.

В частности, мы рекомендуем:

- принять участие в первичном размещении облигаций банка «Петрокоммерц» (Ва3/В+) объемом 5 млрд руб. сроком на три года с ориентиром по купону 13,25–14,25%, справедливая доходность – 13%.
- покупать размещенный недавно выпуск МДМ БО -1 (В+/Ва2/ВВ-) с погашением в 2012 г., торгующийся с доходностью 13% к погашению.

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, 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, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырскова, 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

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

Редактирование/полиграфия/перевод

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

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, 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 ofertas. 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