

Казначейские облигации США

Наконец-то передышка

В последние два дня мировые рынки наконец двинулись вверх, что резко контрастировало с картиной, наблюдавшейся всю прошлую неделю, когда распродажи продолжались, при том что новых причин для этого не было: после обвала, вызванного запретом на «короткие» продажи в Германии, рынки покатались под гору (что само по себе представляется алогичной реакцией), хотя ни из Европы, ни откуда-либо еще не поступало новой негативной информации.

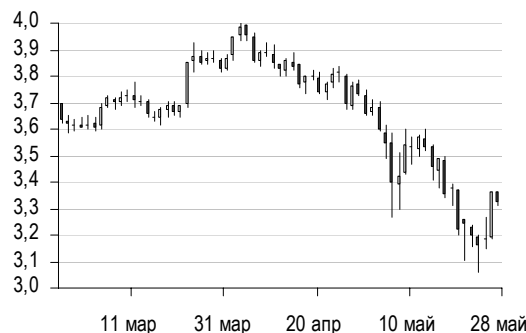
В целом наш взгляд на внешнюю ситуацию не изменился.

- В условиях изобилия ликвидности не стоит ожидать событий, сопоставимых по драматичности и масштабу с банкротством Lehman brothers.
- Вероятность суверенного дефолта одной из стран еврозоны в 2010–2011 гг. крайне невелика, поскольку кризис удалось погасить как минимум на краткосрочную перспективу при помощи стабилизационного фонда ЕС–МВФ в размере 750 млрд евро.
- Проблема суверенного долга далеко не решена: нам придется еще какое-то время жить с ней бок о бок, и в ближайшие месяцы мы станем свидетелями адаптации европейской бюджетной системы к новым экономическим условиям. Это сулит сокращение бюджетных расходов, реформу пенсионной системы, новые и более жесткие правила регулирования государственных финансов в странах Евросоюза.
- И в США, и в Европе наметились признаки устойчивого восстановления экономики, а инвесторов при этом время от времени охватывает беспокойство по поводу борьбы Китая с пузырями цен на недвижимость, но, простите, в данном случае речь ведь идет о борьбе с перегревом экономики.

Из этого следует вывод, что в краткосрочной перспективе проблемы носят не фундаментальный характер, а скорее относятся к области эмоций и страхов. С другой стороны, не исключены и реальные проблемы: если Европа не сможет привести в порядок свою финансовую систему или если вялый рост в будущем потребует еще более суровой бюджетной экономии, тогда мы и в самом деле увидим вторую волну кризиса, который можно с достаточной степенью условности прогнозировать на 2012 г.

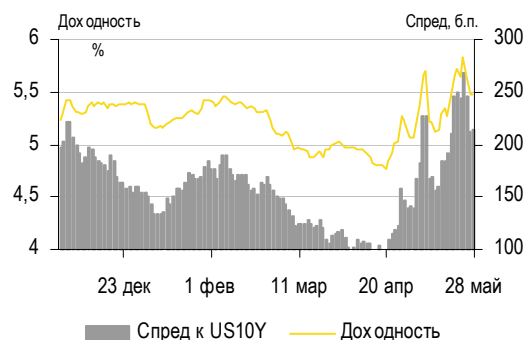
Тем временем казначейские облигации США активно отреагировали на мировую волатильность, доказав, что, несмотря на огромное долговое бремя США, они остаются одним из основных резервных активов для всего мира. В момент самых активных распродаж на мировых рынках доходность десятилетней ноты пробила уровень под-

Доходность US10Y, %



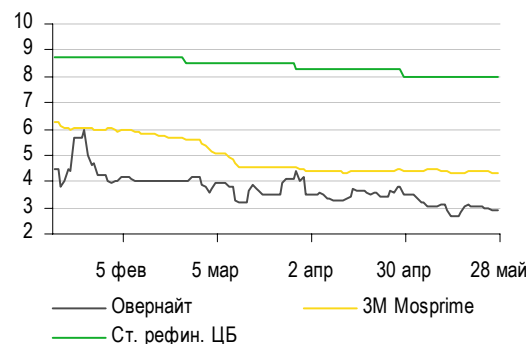
Источник: Bloomberg

Russia'30



Источник: Bloomberg

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

держки – 3,35%, опустившись до 3,06%, а теперь поднялась до 3,32%. Отметка 3,35%, служившая ранее уровнем поддержки, а теперь ставшая уровнем сопротивления, остается знаковой, и теперь мы будем ждать, удастся ли доходности US10Y подняться выше в ближайшие дни. В краткосрочной перспективе мы считаем наиболее вероятным возвращение US10Y в диапазон 3,35%–4,1%, в котором бумага пребывала с начала 2010 г. В долгосрочной перспективе мы также придерживаемся «медвежьей» точки зрения на котировки US10Y, поскольку продолжаем считать текущий уровень доходности бумаги слишком низким – как с учетом ретроспективы, так и в контексте нынешней экономической ситуации.

Russia'30

Остается несомненно дешевой

После недавней волатильности цены российских суверенных еврооблигаций, в том числе Russia'30, остаются пониженными. Спред Russia'30 к US10Y равен 220 б.п. против 95 б.п. в апреле. То же самое относится к оценке российского бенчмарка в сравнении с аналогами развивающихся рынков: спред Russia'30 к Turkey'15 составляет 115 б.п. против 50 б.п. до начала распродаж. Спред к Mexico'19 достиг 70 б.п., тогда как несколько недель назад он был равен нулю. Премия к Brazil'17 расширилась до 100 б.п. с 50 б.п. в конце марта 2010 г.

С точки зрения спреда Russia'30 остается одной из самых дешевых российских бумаг. Об этом свидетельствует и G-спред в размере 262 б.п. против 241 б.п. и 223 б.п. у недавно размещенных Russia'15 и Russia'20 соответственно.

Таким образом, Russia'30 – бумага, «приятная во всех отношениях», в пользу чего говорят ее

- высокая относительная привлекательность
- отличные фундаментальные кредитные характеристики
- и очень высокая ликвидность – на рынке обращаются бумаги объемом почти 20 млрд долл.

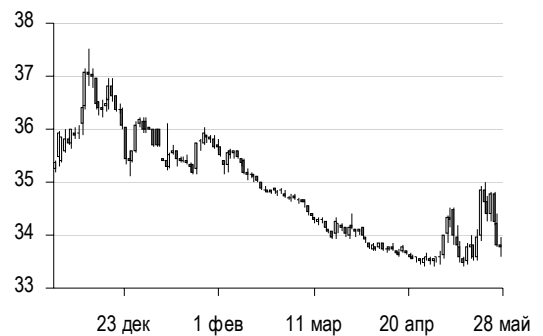
Мы не видим причин, чтобы не купить Russia'30.

Обменный курс рубля

Временами было страшновато, но теперь все пришло в норму

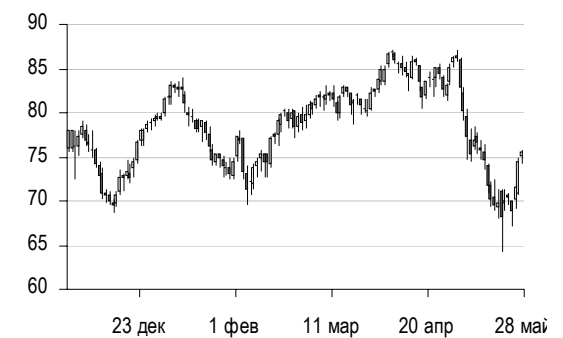
В прошлых выпусках мы обсуждали удивительную стойкость рубля, который без особых потерь пережил снижение цен на нефть с 85 долл./барр. до 70 долл./барр. Торги 20 мая показали, что перед лицом мирового неприятия риска рубль все еще может дрогнуть, поскольку в самой активной фазе распродаж российская валюта буквально за пару часов подешевела примерно на 1 рубль (около 3%) по отношению к бивалютной корзине. Однако, когда ситуация чуть стабилизировалась, тренд быстро развернулся и корзина скорректировалась с пика на уровне 35 руб. до 33,8 руб. в пятницу.

Курс бивалютной корзины, руб.



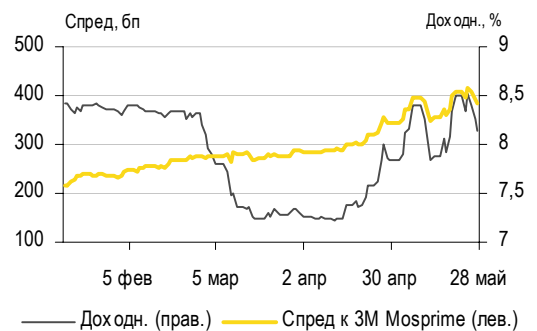
Источник: Bloomberg

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

Газпром-11 (корпоративный бенчмарк, руб.)



Источник: Bloomberg

О чем это говорит? Во-первых, – и это наиболее очевидное наблюдение – о сохранении зависимости рубля от цен на нефть (которые в настоящий момент также определяются преимущественно настроением инвесторов), во-вторых, о том, что уровень 70 долл./барр. вполне комфортен для рубля – более того, при этих ценах российская валюта еще может укрепляться.

Поскольку цена нефти в настоящий момент равна 75 долл./барр., наша точка зрения на рубль остается положительной. Национальная валюта чувствует себя на текущем уровне вполне комфортно – главным образом потому, что она все еще на 15% дешевле, чем до кризиса 2008 г.

Макроэкономическая ситуация в России

Динамичный рост промышленного производства в апреле

На прошлой неделе Росстат опубликовал напряженно ожидавшиеся рынком апрельские данные по объему промышленного производства, согласно которым по итогам месяца промпроизводство выросло на 10,4% относительно уровня годичной давности, тогда как консенсус-прогноз предполагал рост на 7,2%. Отметим и еще одно отрадное обстоятельство – самый большой вклад в этот результат внес обрабатывающий сектор (а не ресурсный, возглавивший рост в I квартале), который получил импульс от постепенно оживляющегося спроса. Этот результат укрепляет нас во мнении, что, хотя темпы роста ВВП по итогам I квартала оказались ниже нашего прогноза, показатели II квартала смогут компенсировать отставание и будут существенно более высокими. Наш прогноз роста ВВП по итогам 2010 г. остается без изменений – 5,5%. Промышленное производство, по нашей оценке, вырастет на 8,1%.

Российский денежный рынок

Лучше, чем когда-либо раньше

На прошлой неделе низкие ставки денежного рынка были главным источником поддержки цен российских активов. Тот факт, что даже 20 мая, когда рубль стремительно падал, на денежном рынке не наблюдалось ни малейших признаков сжатия, производит большое впечатление. Ставка по кредитам «овернайт» в настоящий момент ниже 3%, ставка MosPrime по трехмесячным кредитам снизилась до исторического минимума – 4,31%. Доходность контрактов NDF в последнее время, естественно, испытала несколько повышенную волатильность, но в худшие моменты ставка по месячным контрактам лишь незначительно превышала 4%, а в настоящий момент составляет 3,2%. В пятницу объем средств банков в ЦБ составлял 1,1 трлн руб. по сравнению с 1,3–1,5 трлн чуть ранее, но такое снижение совершенно закономерно в конце месяца, когда производятся налоговые платежи.

В последнее время обсуждается две темы. Первая: представители ЦБ сообщили о намерении провести совещание по вопросу о процентной ставке 31 мая. По итогам совещания ставка будет либо снижена

на 25 б.п., либо оставлена без изменений. Ни то ни другое не может существенно изменить ситуацию на денежном рынке, поскольку краткосрочные ставки уже предельно низки – собственно говоря, они существенно ниже, чем базовые ставки ЦБ (ставка по однодневному РЕПО равна 5,25%).

Вторая тема – стратегия свертывания антикризисных мер. ЦБ планирует с 1 июля повысить норму резервирования для российских банков, чтобы начать вывод из системы избыточной ликвидности. Естественно, банковское лобби тут же подняло шум и стало рассказывать о том, сколь опасна эта мера.

По нашему мнению, сворачивать антикризисные меры, безусловно, необходимо, но ясно и то, что ЦБ не хочет раскачивать лодку, так что регулятор, вероятно, не будет совершать резких движений. Когда норма резервирования повысится, это может привести к уменьшению свободной ликвидности в системе на 100–150 млрд руб., что едва ли существенно повлияет на денежный рынок, по крайней мере в долгосрочной перспективе.

Таким образом, мы придерживаемся в целом положительного взгляда на денежный рынок.

Долгосрочные рублевые ставки

Коррекция открывает новые возможности

Если проблема суверенных долгов не окажет на рынок столь же разрушительного воздействия, как банкротство Lehman Brothers (что как уже говорилось, маловероятно), мы не видим фундаментальных причин, чтобы не покупать рублевых облигаций.

Доходности высококачественных корпоративных выпусков в настоящий момент на 100 б.п. выше апрельского уровня, а ставки денежного рынка (как мы же говорили), остаются на исторических минимумах. Например, спред между четырехлетним выпуском Газпром-11 и ставками MosPrime по трехмесячным кредитам в настоящий момент чуть ниже 400 б.п., тогда как в начале 2010 г. он составлял лишь 200 б.п.

Исходя из этого, мы рекомендуем аккумулировать длинные рублевые облигации, начиная с самых высококачественных, таких как Газпром-11, РЖД-23, РСХБ-3 и РСХБ-БО8/9, ВТБ-5 и ВТБ БО1/2/5, Газпром нефть-БО5, и ЛУКОЙЛ-4, а также ликвидные бумаги в дольней половине кривой Москвы. Мы также по-прежнему советуем обратить внимание на высокодоходные выпуски второго эшелона, например, Мечела, Башнефти и Акрона, и особенно риск Евраз: Евраз-1/3, и Сибметинвест-1/2. В банковском секторе мы рекомендуем покупку бумаг ХКФБ-7, МДМ-БО-1 Петроком-5, УРАЛСИБ Лизинг-2. Среди коротких выпусков заслуживают внимания бумаги с доходностью выше 8%: ТМК-3, МБРД-4 и РуСтанд-6.

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, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

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

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Экономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, baktintkv@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarev@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakov@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать 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 2010