

Казначейские облигации США

Солидная поддержка

Волатильность рынка казначейских облигаций явно снизилась. Основными факторами, определившими динамику безрисковых долларовых активов стали выступление Бена Бернанке перед Конгрессом США и проблема госдолга Греции. Глава ФРС ясно дал понять, что восстановление американской экономики устойчиво, но процентные ставки, вероятно, еще достаточно долго останутся низкими. Это успокоило инвесторов, которых тревожила возможность нагнетания инфляционного давления в экономике, но, откровенно говоря, особых оснований для этой тревоги не было, поскольку все данные за последнюю пару месяцев недвусмысленно указывали на нулевые темпы роста базовой инфляции (достаточно посмотреть хотя бы на январский индекс потребительских цен или базовый дефлятор потребительских расходов (PCE)).

Что касается Греции, то, хотя долговая проблема еще далеко не решена, намечились признаки того, что она будет решаться. Власти страны начали пересмотр запланированных бюджетных расходов в сторону снижения, а в Германии, как стало известно, разрабатывается схема выкупа государственных облигаций Греции через банк развития KfW. Поскольку немецкие и французские банки, по сообщениям прессы, являются крупнейшими держателями греческих облигаций, то в решении проблемы, как мы считаем, будут неизбежно участвовать европейские «жирные коты», озабоченные тем, чтобы не допустить очередной мощной волны кризиса в европейской банковской системе. Говоря о возможности распространения этой «инфекции» на обремененных огромным долгом США, Японии и Великобритании, следует напомнить, что к счастью, эти страны проводят свою собственную кредитно-денежную политику, а их долг номинирован в их собственной валюте, так что с фундаментальной точки зрения проблема имеет как минимум инфляционное решение.

В целом, поскольку доллар не сдает позиции относительно европейской валюты, казначейские облигации пользовались спросом и несколько снизились в доходности. В настоящий момент 10-летние ноты котируются с доходностью 3,62% против 3,73% две недели назад. В краткосрочной перспективе ситуация выглядит вполне сбалансированной, но нам представляется бэза олее вероятным, что потенциал повышения цен будет по-прежнему ограниченным. С технической точки зрения, поддержка 10-летним нотам на уровне 3,5% выглядит основательной, и мы не видим причин, по которым инвесторы захотели бы снижать доходность с этого уровня – в условиях восстановления экономики США этот путь ведет в тупик, поскольку в результате лишь увеличится потенциал ценового падения в будущем. Исходя из этого наша долгосрочная цель по US10Y – 4,75% остается неизменной. Советуем обратить внимание на публикуемые в пятницу показатели занятости в США, которые позволят составить представление о динамике американского рынка труда. Мы не исключаем приятных сюрпризов.



Russia'30

На гребне восходящей волны

Отмеченный в последние дни рост цен на нефть вновь стал подспорьем для российского суверенного долга. Следуя за US10Y и одновременно сужая спред, Russia'30 существенно снизилась в доходности – к настоящему моменту она достигла 5,1% против 5,35% 14 дней назад, а котировки бумаги находятся на самом высоком уровне с 2008 г. – 114,5%.

Потенциал дальнейшего роста, безусловно, ограничен. По нашему мнению, диапазон спреда, с которым в ближайшее время будет котироваться Russia'30, составляет 125–175 б.п., и в настоящий момент российский бенчмарк ближе к нижней границе этого диапазона. С другой стороны, предстоящее размещение новых суверенных еврооблигаций может стать катализатором новых покупок российского риска, но если это случится, мы настоятельно рекомендуем инвесторам сократить долю суверенных бумаг в портфелях.

Таким образом, наша оценка перспектив Russia'30 нейтральна в краткосрочной перспективе и негативна в долгосрочной, поскольку никакие факторы, свидетельствующие в пользу России, не смогут компенсировать негативное давление, если американские казначейские бумаги начнут движение в сторону существенно более высоких доходностей.

Макроэкономическая ситуация в России

Безработица выросла

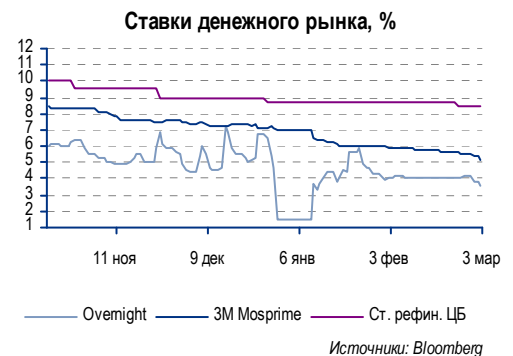
Росстат 2 марта опубликовал январские данные по рынку труда, свидетельствующие о существенном росте безработицы, хотя и объясняющемся сезонными факторами. В течение января численность безработных выросла с 6,37 млн до 6,83 млн, в результате чего уровень безработицы вырос с 8,2% до 9,2%. Причина в том, что предприятия сокращали издержки в преддверии длинных январских каникул; кроме того, зимой занятость в сельскохозяйственном секторе традиционно находится на самом низком уровне. Уже в феврале в сельском хозяйстве возобновился наем работников в преддверии весенней посевной кампании, так что ситуация, как ожидается, начнет постепенно выправляться.

Динамика инфляции была нейтральной. За последнюю неделю февраля цены выросли на 0,2%, а сначала года – на 2,5%, в том числе на 0,9% в феврале. Сам по себе февральский показатель представляется умеренным, но, поскольку ЦБ продолжает смягчение кредитно-денежной политики, хотелось бы, чтобы в I полугодии 2010 г. месячная инфляция была ближе к уровню 0,5%, чем к 1%, – иначе во второй половине года ценовое давление может действительно выйти из под контроля.

Обменный курс рубля

Пробит уровень 35 руб.

Благоприятная конъюнктура сырьевых рынков, оказывающая прямую поддержку счету текущих операций РФ, и косвенную – капитальному



счету, подвергла рубль столь сильному давлению в сторону повышения, что 18 февраля нижняя граница коридора бивалютной корзины – 35 руб., державшаяся с ноября, была вынуждена капитулировать. Вскоре после этого распространились слухи, что новый уровень технической поддержки ЦБ находится на отметке 34,75 руб., но на текущей неделе стоимость корзины опустилась уже до 34,65 руб., а ЦБ при этом не принимал активных мер к тому, чтобы вновь переместить ее вверх.

Подобное развитие событий свидетельствует в пользу нашего предположения, что с фундаментальной точки зрения в движении вверх рубль опирается на сильную поддержку, и следовательно, можно рассчитывать на его дальнейшее укрепление – оно может оказаться резким, если цены на нефть поднимутся существенно выше текущего диапазона 65–85 долл./барр. и плавным, если этого не случится. Прогноз УРАЛСИБа по стоимости корзины на конец 2010 г. составляет чуть меньше 34 руб.

Следует сказать, что ЦБ будет делать все от него зависящее, чтобы избежать быстрого укрепления рубля, так что не стоит удивляться, если регулятор будет пользоваться любым ухудшением конъюнктуры нефтяного рынка для повышения рублевой стоимости корзины. Это чревато краткосрочной волатильностью курса, но общий тренд укрепления рубля, по-видимому, сохранится. С другой стороны, резервы укрепления рубля все еще достаточно велики – в 2008 г. девальвация рубля началась с уровня 29,4 руб. по отношению к корзине, так что диапазон роста к докризисному уровню все еще составляет почти 20%. Это показывает, что в динамике курса, наблюдавшейся в последние две недели, нет ничего драматического и ЦБ сохраняет достаточную гибкость в управлении российским валютным рынком.

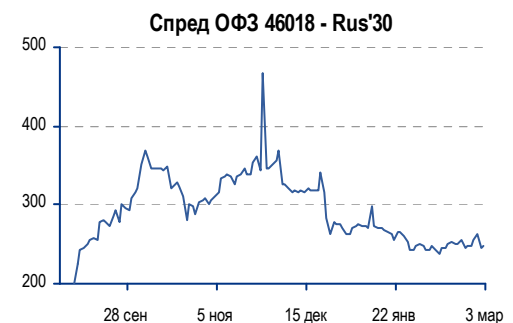
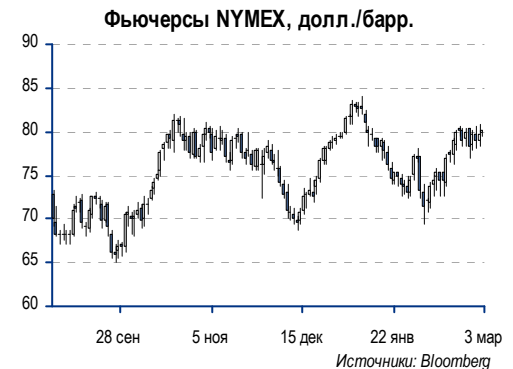
Российский денежный рынок

Процентные ставки вскоре упадут ниже нуля?

На рынке наблюдается такое изобилие ликвидности, что те, кто хочет попользоваться заемными средствами, скоро, наверное, смогут брать за это плату. Совокупный объем средств банков в ЦБ в настоящий момент превышает 1 трлн руб., и в результате рыночные ставки РЕПО упали до 4%, а ставки по межбанковским кредитам «овернайт» – и вовсе до 2%. На этом фоне ставка MosPrime по трехмесячным кредитам также плавно снижалась, достигнув 5,12% против 5,75% две недели назад.

Ставка по месячным контрактам NDF составляет 4,1%, из чего следует, что стоимость хеджирования рублей в доллары упала приблизительно до 4% годовых. Это, безусловно, повышает привлекательность рублевых облигаций в глазах нерезидентов, но проблема в том, что доходности на рынке рублевых облигаций также стремительно падают.

И все же ситуация идеальна для рублевых облигаций: ставки денежного рынка находятся ниже уровня ставок РЕПО с ЦБ (5,75%), что стимулирует carry trade, рубль укрепляется, и, даже если ЦБ будет проводить интервенции, чтобы сдержать укрепление рубля, это будет означать вливание ликвидности в финансовую систему, а это, в свою очередь, способствует повышению спроса на рублевые активы.



Долгосрочные рублевые ставки

Снижение продолжается

Как отмечалось выше, текущая рыночная конъюнктура чрезвычайно благоприятна для рублевых облигаций. Ситуация может измениться, когда ЦБ прекратит смягчение кредитно-денежной политики, но регулятор, похоже, предан идее размораживания кредитных рынков, так что, пока мы не дождемся хороших вестей с этого фронта, единственное, о чем следует беспокоиться инвесторам, покупающим рублевые облигации – это недоукомплектованные позиции и короткая дюрация. Что касается политики ЦБ, то в конце 2009 г. мы ожидали снижения ставки еще на 100 б.п. в течение нынешнего года, а пока регулятор снизил ставку лишь однажды – на 25 б.п.

Таким образом, наша точка зрения не меняется. Главная цель, которую мы наметили для нашего бенчмарка, ОФЗ 46018, – 7%, а в настоящий момент доходность бумаги равна 7,6%. Мы могли бы отодвинуть прогноз по длинному концу кривой ОФЗ еще ниже, но предпочтем подождать, чтобы посмотреть, как поведет себя ЦБ в нынешней ситуации. По нашему мнению, пока существуют РЕПО ЦБ, бумаги первого эшелона будут обладать потенциалом роста, если они будут торговаться с существенным спредом к ставкам РЕПО, а по среднесрочным ОФЗ этот спред все еще составляет около 100 б.п. В свете этого мы ожидаем, что кривая ОФЗ и бумаги первого эшелона (Газпром, ЛУКОЙЛ, РЖД, Москва) снизятся в доходности еще на 50–75 б.п. – причем в отсутствие дальнейшего смягчения кредитно-денежной политики ЦБ.

Бумаги второго эшелона, котирующиеся с доходностью выше 10%, обладают еще большим потенциалом роста. Мы считаем особенно привлекательными облигации с погашением примерно через три года или более – таких эмитентов, как Мечел, Акрон, МДМ, Петрокоммерц, Сибметинвест, Башнефть.

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 Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@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
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, 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 Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@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

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@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
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

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

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, 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 2010