



КОМПАС РЫНКА

US Treasuries

Прошедшая неделя на рынке Treasuries выдалась довольно нервной, поскольку важные данные, выхода которых мы ждали, оказались разнонаправленным. Если суммировать произошедшее, ценовые индексы (PPI и CPI) показали, что инфляционное давление в экономике США ослабевает, однако протокол предыдущего заседания FOMC свидетельствовал о том, что члены комиссии сохраняют снижение инфляции своей главной целью, и при этом считают экономику Америки развивающейся достаточными темпами, несмотря на ощутимое замедление на рынке недвижимости и в автомобильной промышленности.

В результате, 10-летние облигации казначейства несколько раз протестировали на графике доходности часто упоминавшийся нами уровень поддержки 4,55%, однако не смогли пройти его, отошли вверх до 4,66%, а затем вновь опустились к текущему уровню 4,59% на слабых пятничных данных о начале строительства новых домов в октябре.

С технической точки зрения, на графике доходности US10Y находятся сейчас в сужающемся треугольнике. Сверху эта фигура ограничена среднесрочным понижательным трендом, базирующимся на локальных пиках 5 июля (5,24%) и 23 октября (4,84%). Снизу – почти горизонтальной линией поддержки, приблизительно проходящей через уровень 4,55%.

Если US10Y будут двигаться в направлении более высоких доходностей, они очень быстро достигнут верхней понижательной линии тренда, и произойдет это приблизительно в точке 4,73%, т.е. на уровне предыдущего локального пика, зафиксированного 6 ноября.

В случае, если этот тренд будет пробит в направлении вверх, US10Y, находящиеся к тому же в рамках горизонтального канала 4,55-4,85%, будут иметь реальный шанс дойти до отметки 4,85% и протестировать ее. С другой стороны, если понижательный тренд устоит, и доходность 10-летних бумаг останется им ограниченной, реальным будет только один сценарий – очередной тест полосы 4,5-4,55% в срок до первой половины января 2007 года.

В итоге, пока US10Y находятся в диапазоне 4,55-4,73%, наш взгляд на Treasuries остается нейтральным, хотя краткосрочная их склонность с большей вероятностью находится сейчас все же в направлении ценового роста. Последнее соображение внушает нам умеренный оптимизм касательно всех активов, связанных с динамикой американских бумаг.

Россия'30

Как показывает график справа, доходность России'30 на прошедшей неделе менялась мало. Сейчас бумага торгуется приблизительно на уровне 112,3, т.е. на 30 бп ниже своего положения неделю назад. Доходность России'30 составляет 5,74 (+0,04) %, спред к US10Y – 115 (+2) бп.

Напомним, что суверенный спред достиг своего минимума в сентябре 2005 года, когда на пике покупок евробондов развивающихся рынков он сократился до 95бп. С тех пор Россия пережила один апгрейд рейтинга от Moody's, два – от S&P и один от Fitch, а суверенный спред России'30 сейчас шире, чем был ранее.

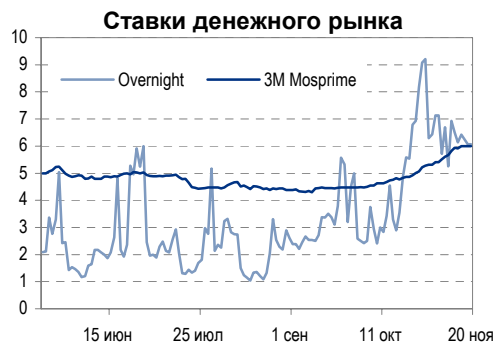
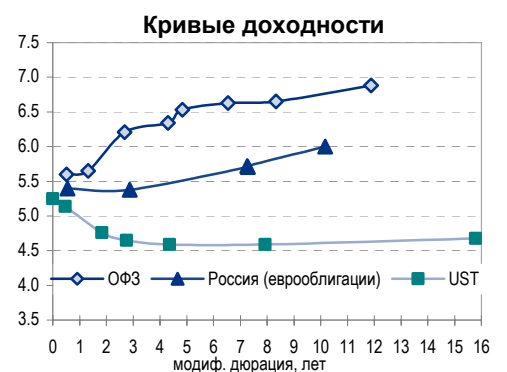
Соответственно, текущий спред России'30 к US10Y представляется неоправданно широким. Наша среднесрочная цель по нему остается на уровне 90бп, что создает для России'30 небольшую подушку безопасности на случай возобновления падения Treasuries. С другой стороны, совершенно очевидно, что глубокое падение облигаций казначейства рынок российских евробондов компенсировать не сможет.

Тем не менее, учитывая наше мнение по рынку Treasuries, высказанное выше, мы смотрим на российские евробонды умеренно позитивно.

Внутренний денежный рынок

Ситуация на денежном рынке также изменилась за неделю очень мало. Как видно из графика, ставки overnight вяло колебались в диапазоне 6-7%, 3-месячный Mosprime также стабилизировался в районе 6% после заметного роста в первой половине ноября.

Текущая, а также следующая недели имеют шанс стать наиболее напряженными с точки зрения коротких рублевых ставок на ближайшие несколько месяцев. Сейчас финансовая система вновь проходит период налоговых платежей, который в ноябре выглядит следующим образом:





- уплата НДС (сегодня);
- акцизы и НДСП – 27 ноября;
- налог на прибыль – 28 ноября.

В даты платежей мы не исключаем подскоков коротких ставок до их октябрьских пиков, находившихся на уровне 8-9%.

В декабре, аналогично соответствующему периоду 2005 года, ставки overnight могут оказаться уже ниже – в диапазоне 4-6%, с падением до 2-3% к началу января.

Таким образом, в коротком временном диапазоне ничего позитивного со стороны ставок денежного рынка ожидать не стоит, однако уже в горизонте месяц-два картина выглядит более радужной.

С фундаментальной точки зрения, основным фактором в пользу сценария улучшения ситуации к концу года является разрыв между номинальным и кассовым исполнением бюджета, который в этом году достигает 1 трлн руб. Все эти деньги выплеснутся на рынок в последние недели декабря – начале января, что создаст традиционный новогодний пик остатков на корсчетах.

Помимо этого, дополнительным позитивным фактором, придающим нам уверенности в славном будущем денежного рынка, является возобновление роста рубля (на фоне укрепления евро) и накопления золотовалютных резервов в ЦБ РФ. За последнюю неделю последние увеличились почти на 3 млрд долл., составив 277 млрд долл.

Падение цены на нефть

Вечером 16 ноября, после того, как большинство российских площадок остановили торговлю, цена на нефть (мы используем фьючерсы NYMEX) упала в течение нескольких часов с 59,25 до 56 долл/б, протестировав на следующий день уровень 55 долл/б.

Произошло это из-за того, что один из существенных аналитических обзоров выразил сомнение в том, что цель ОПЕК сократить производство на 1,2 млн б. в день будет выполнена.

В результате, цена на нефть опустилась ниже предыдущего минимума 56,55 долл/б, зафиксированного 20 октября, демонстрируя способность опуститься еще ниже и протестировать знаковый уровень 50 долл/б.

Мы считаем, что произошедшее – совершенно не повод для паники, поскольку макроэкономически текущий уровень цен на нефть не несет существенных проблем российской экономике: выше 30 долл/б практически все, что дает снижение цен – это замедление темпов роста Стабфонда.

Соответственно, можно с большой долей уверенности ожидать нервной реакции рынков на снижение цены на нефть ниже отметки 50 долл/б, однако фундаментально опасные уровни остаются пока еще очень далеко.

Долгосрочные рублевые ставки

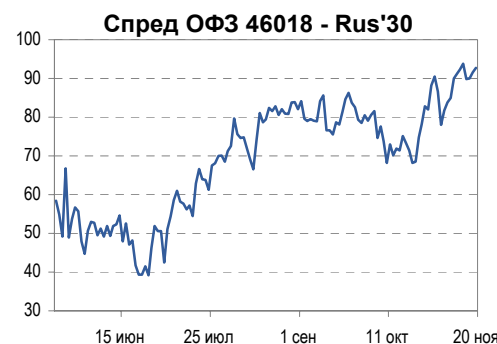
Относительно тяжелым моментом для рынка ОФЗ стали два больших аукциона по доразмещению существующих выпусков ОФЗ серий 46017 и 46020, которые Минфин провел в прошлую среду. Премия, предложенная на аукционах, превысила ожидания рынка, и в результате отрицательная переоценка затронула даже ОФЗ 46018, которая просто торговалась при этом на вторичном рынке.

Тем не менее, буквально на следующий день цены доразмещенных выпусков заметно выросли, частично компенсировав потери среды. Этот факт внушает нам уверенность в том, что, несмотря на высокие ставки overnight, живой спрос в секторе госбумаг все же присутствует, и текущие уровни доходности не являются искусственно поддерживаемыми.

Сейчас ОФЗ 46018 торгуется с доходностью 6,64% к погашению через 15 лет, т.е. со спредом порядка 90бп к России'30, как и неделю назад.

Мы неоднократно отмечали, что такой уровень спреда является слишком широким даже просто с исторической точки зрения, поскольку этот спред был равен 40бп в июне-июле 2006 года. Учитывая перспективу продолжения укрепления рубля в 2007 году, а также тот факт, что ОФЗ представляют собой тот же кредит, что и Россия'30, но только в локальной валюте, наша долгосрочная цель по спреду ОФЗ 46018-Россия'30 остается в диапазоне 0-25бп. Из-за этого в горизонте порядка года наш взгляд на длинные рублевые ставки в сравнении с долларowymi остается положительным.

Учитывая, что, как было сказано выше, Россия'30 также торгуется с широким спредом к US10Y, подушка безопасности рублевого рынка облигаций является двойной и





должна позволить ему пережить даже существенное падение Treasuries, каким мы бы считали возврат US10Y к уровню 5% и выше.

Суммируя сказанное ранее, можно отметить, что в пользу рублевых облигаций продолжает играть их широкий спред к долларovým ставкам, тогда как состояние денежного рынка очевидно ограничивает покупки. Тем временем, будущая динамика Treasuries не вызывает серьезных опасений, по крайней мере на ближайшее время.

В результате, перспектива рублевого рынка облигаций выглядит сейчас нейтральной в краткосрочной перспективе, но позитивной на срок порядка двух месяцев и более.

Вывод

- Наш взгляд на российские евробонды является **нейтральным** в долгосрочной перспективе, но **умеренно позитивным** в коротком горизонте.
- Рублевый долговой рынок выглядит **нейтрально** для коротких сроков вложения средств, и **позитивно** на срок свыше двух месяцев.



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, KuznetsovDE@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru

Чалов Вячеслав, трейдер, chalovVG@uralsib.ru

Аналитика

Дудкин Дмитрий, начальник управления, DudkinDI@uralsib.ru

Анастасия Залесская, ст. аналитик, zal_av@uralsib.ru

Кити Панцхава, аналитик, PantskhavaKS@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Илья Зимин, директор, zimin@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководители управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kog_an@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@uralsib.ru

Банки

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vl@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, руководитель управления,

che_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@uralsib.ru

Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор

Андрей Никитин, аналитик, Nikitin_AI@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),

bra_ms@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор,

pro_ja@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор,

pya_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@uralsib.ru

Ольга Симкина, переводчик/редактор, sim_oa@uralsib.ru

Интернет / Базы данных

Андрей Богданович, специалист, BogdanovicAS@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 2006