



КОМПАС РЫНКА

US Treasuries

За качеством

Резкая понижательная коррекция на американском рынке акций, имевшая своей непосредственной причиной падение акций в Китае, привела к перетоку средств инвесторов из рискованных в наиболее стабильные активы, основными из которых как раз и являются облигации казначейства США. В результате, за неделю доходность 10-летних Treasuries снизилась с 4,67 до текущих 4,45%, что находится непосредственно на восходящем тренде, ограничивающем доходность US10Y снизу с середины 2003 года. Мы неоднократно писали, что если граница 4,45% будет преодолена в направлении вниз, следующей целью 10-летних нот будет полоса 4-4,1%.

Тем временем, произошли заметные перемены и на фьючерсной кривой. Фьючерсы на ставку ФРС с расчетами в июле практически точно соответствуют сейчас уровню 5%, отражая уверенность инвесторов, что ФРС будет вынуждено в срок до середины года снизить учетную ставку на один шаг. Более того, контракты с расчетами в сентябре соответствуют ставке 4,85%, т.е. допускают 60%-ую вероятность того, что к этому моменту ставка будет снижена до 4,75%.

С нашей точки зрения, такое мнение имеет основания, поскольку, принимая во внимание трендовый подход ФРС к изменению ставки, маловероятно, чтобы казначейство США начало ее снижать, ограничившись при этом всего одним шагом.

Однако основной вопрос – будет ли ФРС снижать ставку – не может найти ответ на фьючерсной кривой, поскольку последняя является лишь индикатором, следящим за настроениями рынка. С фундаментальной же точки зрения ситуация является очень запутанной. Единственным очевидным фактором, свидетельствующим пока в пользу снижения ставки, является замедление рынка недвижимости в США, произошедшее во второй половине 2006 года. Вторым и окончательным фактором могло бы быть замедление инфляции, однако здесь все пока очень неясно. Бен Бернанке в своем недавнем докладе сенату заявил, что признаки ослабления инфляции появились, однако вскоре после этого вышедшие данные индекса потребительских цен за январь видимо опровергли его слова, оказавшись сильнее прогнозов.

Хорошей оставалась до последнего времени и ситуация на американском рынке труда, который в теории напрямую связан с инфляцией проблемой через кривую Филлипса. Количество ежемесячно создаваемых рабочих мест (change in non-farm payrolls) оставалось с начала 2005 года стабильно выше 100 тыс., а это никак не указывает на замедление экономики.

Таким образом, экономические данные, которые выйдут в марте, могут толкнуть хрупкое равновесие в головы участников FOMC в ту или иную сторону. Среди этих данных необходимо выделить информацию по рынку труда за февраль (пятница, 9 марта), а также индексы PPI и CPI 15 и 16 марта. Напомним, что следующее заседание FOMC пройдет 21 марта, и в отношении него существует однозначный консенсус, что учетная ставка будет оставлена без изменения.

Тем временем, с технической точки зрения мы остаемся в нейтральной позиции, поскольку граница 4,45% пока не преодолена, однако преодоление ее в направлении вниз считаем более вероятным сценарием, чем отскок в доходности вверх.

Россия'30

От постоянного спреда – к постоянной доходности

Ценовой рост Treasuries не вызвал пока подъема котировок на рынке евробондов, поскольку переток средств инвесторов в качественные активы традиционно не касается облигаций развивающихся рынков. Из-за этого доходность России'30 на прошедшей неделе фактически осталась неизменной, однако спред бумаги к US10Y резко расширился. Сейчас российский бенчмарк торгуется по 113,3, что соответствует доходности 5,67% (на 2 бп выше, чем неделей ранее) и спреде 121 (+19) бп.

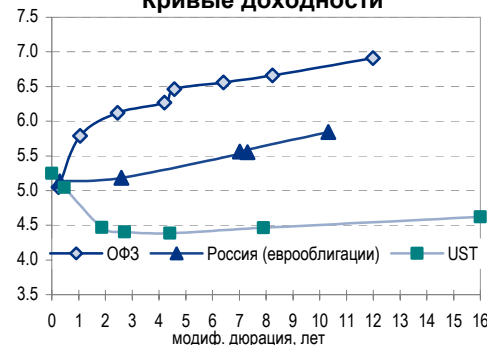
Наше мнение по России'30 в такой ситуации совершенно однозначно: спред 120бп необходимо покупать, поскольку такая возможность представляется очень редко – последний раз такое было в октябре 2006 года при сходных обстоятельствах. Поскольку расширение спреда не связано с каким-либо ухудшением экономической ситуации внутри России, оно является сугубо обратимым явлением, и будет ликвидировано, как только настроения инвесторов на мировых рынках акций станут более спокойными.

В результате, наш взгляд на евробонды РФ становится положительным в краткосрочной перспективе.

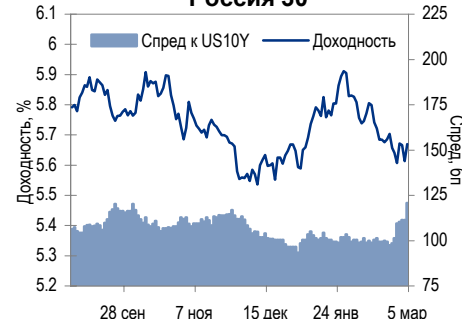
Доходность US10Y



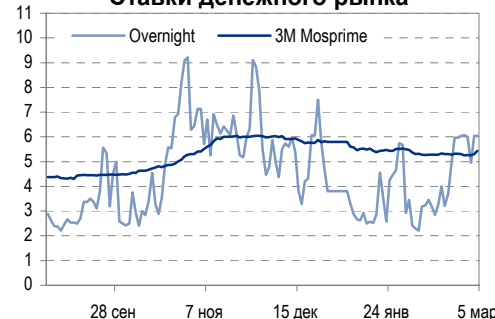
Кривые доходности



Россия'30



Ставки денежного рынка





Внутренний денежный рынок

Тяжелее, чем ожидали

Эффект резервирования средств для оплаты доэмиссии акций Сбербанка на короткие ставки превзошел наши ожидания, приведя в начале месяца к заметному дефициту ликвидности в финансовой системе. Напомним, что в ближайшее время Сбербанк должен получить порядка 260 млрд руб. наличных средств, из которых около 80 млрд руб. поступят от Центробанка. При этом, для компенсации инфляционного эффекта рублевой эмиссии Сбербанку будет предложено вложить полученные средства в ОБР-1, аукцион по размещению которых в объеме 250 млрд руб. пройдет 15 марта. Уже к сегодняшнему дню остатки на корсчетах достигли 524 млрд руб., однако эти средства не участвуют в рынке МБК.

С другой стороны, нам представляется логичным предположить, что дефицит рублевых средств был усилен в начале месяца из-за оттока средств нерезидентов из российских активов, происходящего по причинам, обсуждавшимся ранее. Именно совпадение этих двух событий – размещения акций Сбербанка и начала flight to quality на международных рынках – определило тот факт, что уровень овернайта оказался значительно выше, чем можно было бы ожидать: сейчас он составляет 6%, тогда как он должен был бы находиться в диапазоне 2-3%.

В результате, мы не исключаем улучшения ситуации с ликвидностью в конце этой недели – начале следующей, т.е. перед аукционом ОБР, однако затем избыточная ликвидность будет стерилизована, и, кроме этого, начнутся обычные налоговые платежи, поэтому подлинная нормализация денежного рынка должна наступить только в начале апреля.

Курс рубля

Пауза после нового максимума

Перейдя на короткое время выше уровня 1,32 долл/евро, единая валюта не смогла долго находиться на этой высоте и сегодня утром упала на 100бп до отметки 1,31 долл/евро из-за спекуляций о том, что подъем ставки ЕЦБ, который ожидается 8 марта, может поднять вопрос о том, не стоит ли Трише сделать паузу.

В результате, рубль, который в середине прошедшей недели достиг уровня 26,09 руб/долл, остановил свое укрепление и откатился сегодня к отметке 26,27 руб/долл. Таким образом, снижение курса рубля относительно доллара составило сегодня 0,47%, тогда как евро ослабло на 0,77%, что в целом соответствует композиции валютной корзины из 55 центов и 45 евроцентов.

В результате, внутренний валютный курс продолжает следовать за парой доллар-евро, а для нее, с технической точки зрения, сегодняшняя коррекция совсем не отменяет дальнейшего укрепления евро, а лишь откладывает его на более длительный срок. Наш взгляд на европейскую валюту заключается в том, что в ближайшее время оно должно возобновить рост, чтобы в среднесрочной перспективе достигнуть пиков 1,3480 и 1,3670 долл/евро, и поэтому наша рекомендация по рублю остается неизменной – находиться в длинной позиции, поскольку пробой уровня 26 руб/долл в направлении вверх (роста рубля) является делом ближайшего будущего.

Длинные рублевые ставки

Валютная премия растет

Из-за высокой стоимости рублевых ресурсов, и также перед размещением нового транша объемом 13 млрд руб., которое должно пройти 14 марта, доходность ОФЗ 46018 подрастала на прошлой неделе, достигнув уровня 6,63% в сравнении с 6,59% в прошлый понедельник.

Таким образом, спред ОФЗ 46018-Россия'30 составляет сейчас 96бп, что близко к пикам начала декабря 2006 года, когда спред в отдельные дни превышал 100бп.

Совершенно очевидно, что подобная ситуация является прямым следствием малой доли иностранных участников на рынке ОФЗ, однако мы считаем, что растущая валютная премия все же является ощутимым аргументом в пользу покупки длинных госбумаг со среднесрочным горизонтом инвестирования.

Вывод

- Наш взгляд на российские евробонды является **положительным** в коротком горизонте и умеренно позитивным на срок порядка полугодия.
- Рублевый долговой рынок выглядит **нейтрально** до конца месяца и **положительно** для больших сроков вложения средств.

Курс рубля



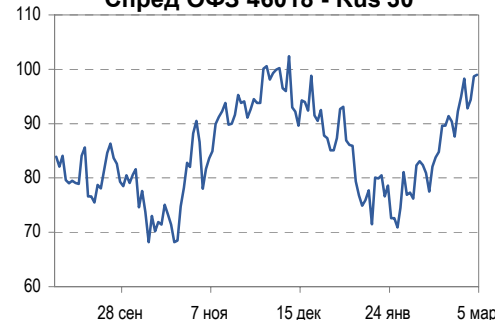
Фьючерсы NYMEX, \$/баррель



Доходность ОФЗ 46018



Спред ОФЗ 46018 - Rus'30





Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Эдуард Колузанов, koluzanovea@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
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Дудкин Дмитрий, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru
Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока
Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Антон Лобанов, вед. эксперт, lob_at@uralsib.ru
Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Olga Stepanenko, специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru
Жапар Султанов, аналитик, sultanovzs@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru
Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Экономика России

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

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru
Павел Попиков, аналитик, PopikovPN@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор/Розничная торговля/Транспорт

Андрей Никитин, аналитик, Nikitin_AI@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@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