



КОМПАС РЫНКА

US Treasuries

В соответствии с прогнозом, озвученным в предыдущем выпуске Компаса, 10-летние облигации казначейства США протестировали на прошедшей неделе уровень 4,55%, который ранее был достигнут 25 сентября (см. график справа). Неожиданностью явился активный отскок US10Y от этой границы вверх, который произошел в пятницу на фоне данных о рынке труда за октябрь.

Оказалось, что процент безработных в США снизился за месяц с 4,6 до 4,4%, что стало сюрпризом для большинства экономистов. Из-за этой публикации дилеры стали активно фиксировать прибыль в длинных Treasuries, и тот факт, что последние перед этим находились в непосредственной близости от существенного уровня поддержки (в доходности), лишь усугубил ценовое падение. В результате, рост доходности в пятницу стал самым крупным с июля 2005 года, превывсив 10bp.

В настоящий момент 10-летние бумаги находятся в диапазоне 4,55-4,85%, и очень сложно предположить, какова будет их дальнейшая краткосрочная динамика. В конечном счете, нельзя исключить еще одну попытку штурма полосы 4,5-4,55% в направлении вниз, однако вероятность выхода US10Y вверх, за уровень 4,85% представляется также очень существенной. В этой ситуации на графике доходности будет сформирована фигура «двойное дно», завершение которой будет означать развитие более существенного коррективного движения Treasuries в направлении полосы 5,15-5,25%, где US10Y уже были в июне-июле 2006 года.

С фундаментальной точки зрения, ключевым событием будущего остается последнее в этом году заседание FOMC, назначенное на 12 декабря. Январские фьючерсы на ставку котируются сейчас в районе 94,75, означая ожидание рынка, что ФРС оставит ставку без изменения на уровне 5,25%. Помимо этого, согласно опросу Bloomberg, 17 из 18 опрошенных экспертов уже высказались за то, что учетная ставка в 2006 году больше не изменится.

Сказанное выше означает, что в ближайшее время рынок продолжит жадно прислушиваться к новым экономическим данным, среди которых наиболее важными в ближайшее время будут публикации ценовых индексов PPI и CPI 14 и 16 ноября соответственно. Технически диапазон 4,55-4,85% выглядит сейчас достаточно крепким, чтобы в ближайшее время удерживать внутри себя динамику US10Y.

В результате, наш взгляд на 10-летние бумаги является сейчас нейтральным, но может стать негативным, если US10Y преодолет уровень 4,85% в направлении вверх, завершив фигуру «двойное дно».

Россия'30

Бумага торгуется сейчас приблизительно на уровне 112,1, т.е. очень близко к своему положению неделю назад. Доходность России'30 составляет 5,76%, спред к US10Y – 1116п.

Напомним, что этот спред достиг своего минимума в сентябре 2005 года, когда на пике покупок еврообондов развивающихся рынков он сократился до 95bp. 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.

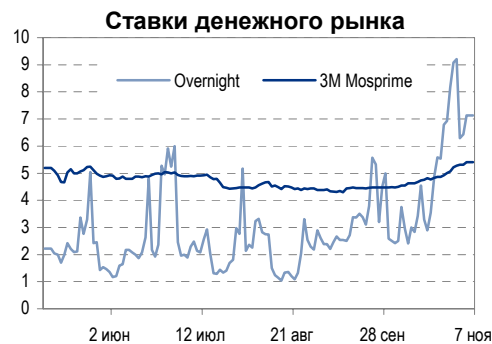
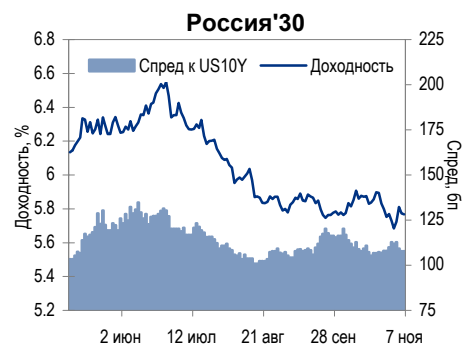
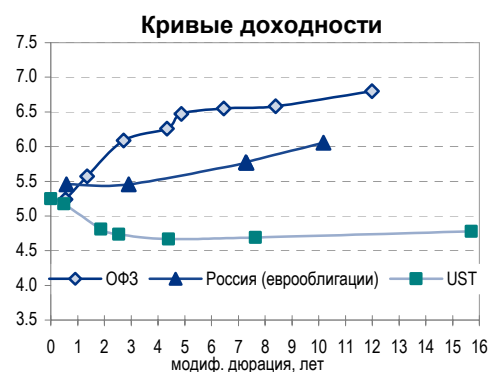
Соответственно, текущий спред России'30 к US10Y представляется неоправданно широким. Наша среднесрочная цель по нему остается на уровне 90bp, что создает для России'30 небольшую подушку безопасности на случай возобновления падения Treasuries. С другой стороны, совершенно очевидно, что глубокое падение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

В результате, учитывая наше мнение по рынку Treasuries, высказанное выше, мы нейтрально смотрим на российские еврообонды в краткосрочной перспективе, однако если US10Y преодолеет барьер 4,85%, наш взгляд на Россию'30 с большой вероятностью также станет негативным.

Внутренний денежный рынок

Прошедшая неделя развеяла наши надежды на снижение коротких рублевых ставок из-за прекращения октябрьских налоговых платежей. Ситуация почти в точности повторяет кризис ликвидности конца 2005 года, когда overnight находился в диапазоне 5-9% с конца октября почти до конца декабря.

Это означает, что и в этот раз рублевый рынок будет пребывать в состоянии дефицита свободных средств до Нового года, а уже в январе наступит долгожданное облегчение, и ставки вернутся на свой «нормальный уровень» 1,5-2,5%.





Повторим, что, с нашей точки зрения, текущая ситуация является прямым следствием пересмотра инвесторами своего отношения к валютному риску во второй половине 2006 года. Как только выяснилось, что правительство довольно текущим уровнем инфляции, который в этом году впервые обещает быть выраженным одной цифрой, стало понятно, что в условиях снизившихся цен на нефть у ЦБ нет никакого резона форсировать укрепление национальной валюты. Спекулятивное давление на рубль в сторону роста, отмечавшееся всю первую половину года, резко сократилось, и Центробанк почти прекратил покупку долларов, таким образом, сократив поставку новых рублей на рынок.

Проблемы денежного рынка усугубятся во второй половине ноября, когда российские компании возобновят налоговые платежи: в частности, 15 ноября наступит дата уплаты ЕСН. Таким образом, в коротком временном диапазоне ничего позитивного со стороны ставок денежного рынка ожидать не стоит.

Долгосрочные рублевые ставки

ОФЗ 46018 – бумага, которую мы используем в качестве ориентира на длинном конце кривой, торгуется вблизи уровня 6,6% с конца сентября. Даже в условиях текущего кризиса ликвидности продажи ОФЗ не вызывают заметного падения цен, поскольку в условиях ограниченного предложения на рынке постоянно присутствует нетто-спрос со стороны государственного пенсионного фонда.

Тем не менее, изменение настроений на рынке облигаций заметно и в государственном секторе: в прошлую среду, 1 ноября, Минфин разместил всего 1,8 млрд руб. ОФЗ 25060 при спросе 9,4 млрд., тогда как двумя неделями ранее на аукционе ОФЗ 25059 спрос составил 50 млрд руб.

Спред ОФЗ 46018 к России'30 составляет сейчас 81bp против 84bp на прошлой неделе, что очень широко, учитывая его минимум 40bp, достигнутый в июне-июле этого года. Наша долгосрочная цель по этому спреду находится в диапазоне 0-25bp, поэтому в горизонте порядка года наш взгляд на длинные рублевые ставки в сравнении с долларовыми 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.

Подытоживая сказанное выше, можно отметить, что в пользу рублевых облигаций продолжает играть их широкий спред к долларovým ставкам, тогда как два других важных фактора – динамика Treasuries и состояние денежного рынка – выглядят хуже, чем семь дней назад.

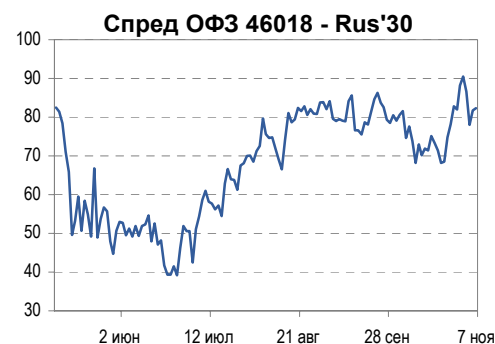
US10Y находятся сейчас на том же самом месте, но с той разницей, что на прошлой неделе Treasuries имели прямую перспективу продолжить снижать доходность до 4,55%, тогда как сейчас они уже ударились об этот уровень и находятся в рамках обратного движения.

Денежный рынок, обещавший снижение ставок с наступлением ноября, обманул эти ожидания, и теперь приток новой ликвидности можно с большой вероятностью ожидать только в самом конце декабря.

В результате, перспектива рублевого рынка облигаций выглядит сейчас менее радужной, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. В долгосрочном же горизонте большой запас российских облигаций по компрессии спреда является наиболее существенным фактором, поэтому позитивной динамике длинных рублевых ставок на сроке порядка года ничего, по всей видимости, не угрожает.

Вывод

- Наш взгляд на российские евробонды является **нейтральным** как в коротком горизонте, так и в долгосрочной перспективе. На этом рынке мы советуем руководствоваться соображениями relative value, основанными на кредитном анализе.
- Рублевый долговой рынок выглядит **нейтрально** для коротких сроков вложения средств, и **позитивно** в горизонте полгода-год.





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

Телекоммуникации

Константин Чернышев, руководитель управления,

che_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@uralsib.ru

Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Банки

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vl@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 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 2006