

Казначейские облигации США

На перепутье

Возросшая в последнее время неопределенность экономических перспектив США толкает доходности облигаций Казначейства вниз, однако сама по себе эта доходность уже настолько невелика, что вызывает у покупателей обоснованную боязнь попасть в крупномасштабную коррекцию. За минувшие с нашего предыдущего выпуска две недели US10Y потеряли в доходности 13 б.п. и в настоящий момент торгуются практически точно под 2,5% годовых, однако за последнее время было предпринято уже четыре попытки опуститься ниже этой отметки, пока не увенчавшиеся успехом.

Как мы уже неоднократно отмечали, в нашем взгляде на US Treasuries мы исходим из того, что экономический рост в США продолжается и что ФРС готова будет при необходимости увеличить денежное предложение для стимулирования экономики, тем более что отсутствие признаков инфляции вполне позволяет это сделать. Более того, инфляционный выход из долговой проблемы при относительно слабом долларе выглядит для Америки наиболее предпочтительным сценарием по сравнению с болезненной долгосрочной стагнацией на фоне сильной валюты, то есть японским вариантом.

Соответственно, мы уверены, что US Treasuries находятся сейчас в ситуации, когда возможности их ценового роста крайне ограничены, а потенциал падения чрезвычайно велик. И, как мы уже не раз отмечали, у нас не вызовет удивления, если в следующие три года доходность US10Y вырастет до 7–8%. Наша непосредственная 12-месячная цель по 10-летней бумаге находится на уровне 4,75%.

Russia'30

Спред все еще широк

Российский суверенный бенчмарк в настоящий момент торгуется с доходностью 4,38%, практически не изменившись в цене за последние две недели. Его кредитный спред расширился на 10 б.п. благодаря росту Treasuries и составляет сейчас 188 б.п.

У нас двоякое отношение к этим ценовым уровням. Поскольку в среднесрочной перспективе мы ожидаем роста доходности американских облигаций, незначительное сужение спреда не поможет Russia'30 избежать значительной ценовой коррекции. Таким образом, если бумага рассматривается как отдельный инструмент, мы бы рекомендовали инвесторам избегать ее.

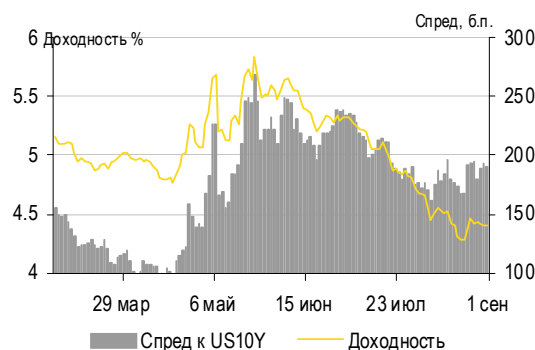
Если же посмотреть на спред, премия Russia'30 к US10Y слишком велика. Справедливым для нее диапазоном мы считаем 125–175 б.п. да и то, учитывая посткризисное восприятие инвесторами российского риска. Помимо этого, Russia'30 остается дешевой

10-летние Treasuries



Источники: Bloomberg

Russia'30



Источники: Bloomberg

относительно своих конкурентов на развивающихся рынках. Так, спред Russia'30 – Brazil'17 составляет сейчас 107 б.п. по сравнению с 40–50 б.п. в январе–апреле 2010 г. Спред Russia'30 – Mexico'19 равен 40 б.п., а в первом полугодии был близок к нулю. Отметим также, что с точки зрения соотношения страновых кредитных рейтингов ни первого, ни второго положительного спреда вообще не должно быть.

В результате, российский риск остается одним из самых предпочтительных в долговом портфеле развивающихся экономик. Помимо этого, Russia'30 вполне можно рекомендовать к покупке против продажи Treasuries.

Обменный курс рубля

Ничего нового

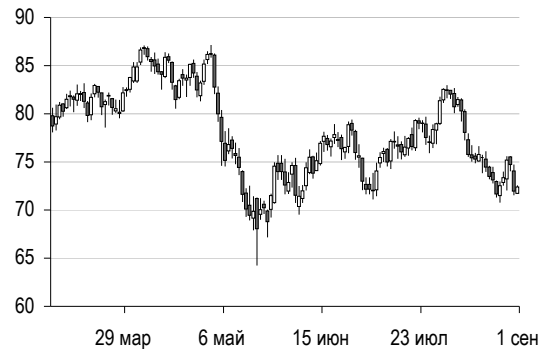
С середины августа рублевая стоимость бивалютной корзины выросла с 34,35 руб. до 34,58 руб., то есть всего на 0,7%. За это же время нефть опустилась в цене на 4,5% – фьючерсы NYMEX котируются сейчас на уровне 72 долл./барр. Таким образом, в последнее время ограниченные колебания рубля остаются почти прямо пропорциональными динамике нефтяного рынка – 1% изменения бивалютной корзины на 6–8% движения цены на нефть.

Относительно последней мы придерживаемся мнения, что больших негативных сюрпризов здесь ожидать не стоит. Быстрый экономический рост в Китае и Индии продолжается, а он существенно более энергозатратный, чем в развитых странах. К тому же добыча нефти на традиционных месторождениях постепенно снижается, а на новых скважинах становится все более дорогой.

С другой стороны, активный подъем цен на нефть в условиях невысоких темпов роста мировой экономики также маловероятен, и потому диапазон 65–90 долл./барр. будет с высокой вероятностью ограничивать изменение цены на нефть до конца года. В дальнейшем пологий восходящий тренд выглядит предпочтительным сценарием, особенно в свете ожидаемой нами долгосрочной слабости доллара.

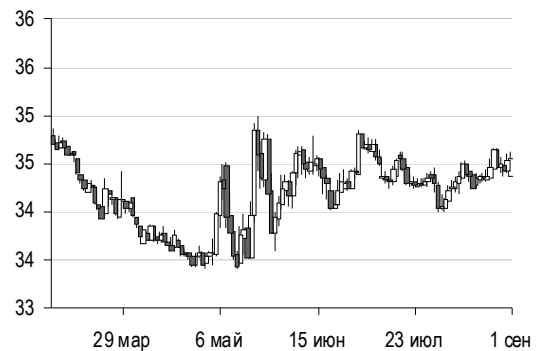
Соответственно, до конца 2010 г. мы не предвидим существенных изменений в торговом балансе РФ и ожидаем, что чистый экспорт будет по-прежнему составлять порядка 10 млрд долл. в месяц. Счет капитальных операций будет оставаться при этом близким к нулю, и до конца года курс рубля едва ли далеко уйдет от своего текущего уровня. Наш прогноз по курсу бивалютной корзины на декабрь составляет 32 руб. – это подразумевало чуть более высокие темпы восстановления мировой экономики во II полугодии, чем текущие. Такой сценарий, кстати говоря, еще далеко не исключен, поскольку вполне может оказаться, что после слабого III квартала риски замедления роста в США окажутся переоцененными.

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источники: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источники: Bloomberg

Макроэкономика

Первые свидетельства ускорения инфляции

Согласно данным ЦБ, 12-месячная инфляция выросла с 5,5% в конце июля до 5,9% по состоянию на 23 августа. Средний рост потребительских цен в августе составлял 0,2% в неделю, что приблизительно вдвое превышает темпы предыдущих месяцев.

Наше мнение по годовой инфляции в 2010 г. пока остается неизменным. Поскольку прогноз УРАЛСИБа по итогам года составляет 7,5%, на предстоящие четыре месяца остается еще некоторый запас. С фундаментальной точки зрения влияние засухи на цены в РФ представляется преходящим, тогда как все остальные факторы – спрос домашних хозяйств, цены производителей, динамика денежного предложения, да и общемировая ситуация – не указывают на необходимость более быстрого роста цен. Соответственно, первоочередная задача, стоящая перед регуляторами в РФ, – борьба с инфляционными ожиданиями населения, подавив которые можно будет вернуться к инфляционной траектории первой половины года.

Российский денежный рынок

Ликвидности достаточно, ставка неизменна

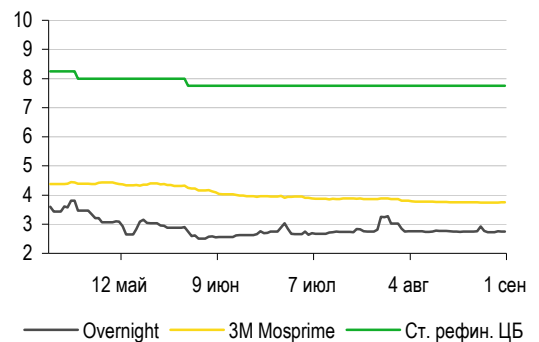
Некоторое снижение уровня свободной ликвидности в банковской системе, наблюдавшееся в июле, не привело к росту ставок денежного рынка и пока остановилось. Объем средств банков в ЦБ остается выше 1 трлн руб., что обеспечивает спокойное функционирование рынка межбанковского кредитования.

Ставка овернайт практически не изменилась за последние две недели и остается на уровне 2,75%. Ставка MosPrime по трехмесячным кредитам пребывает на своем историческом минимуме, равном 3,75%, ставки NDF по месячным контрактам колеблются в диапазоне 2,5–3%.

До конца года мы не ожидаем от денежного рынка каких-либо негативных сюрпризов. Этому будет способствовать политика ЦБ, который, помимо борьбы с инфляцией, во многом отвечает и за рост экономики. Намотившиеся в июле признаки замедления экономического роста в РФ могут послужить поводом для того, чтобы отложить свертывание антикризисных мер, и мы уже видим, как ЦБ перестал в последнее время размещать ОБР с целью поддержания уровня свободной ликвидности в банковской системе.

Совет директоров ЦБ 31 августа провел очередное заседание по вопросу процентных ставок, которое не принесло никаких изменений. В своем заявлении ЦБ отметил отсутствие необходимости борьбы с последствиями неурожая монетарными методами, что полностью совпало с нашими ожиданиями.

Ставки денежного рынка, %



Источники: Bloomberg

Долгосрочные рублевые ставки

Продавать смысла нет

За последние две недели доходности рублевых облигаций практически не изменились – несмотря на преобладание продаж, доходности как ОФЗ, так и наиболее качественных корпоративных бумаг выросли лишь на 10–15 б.п.

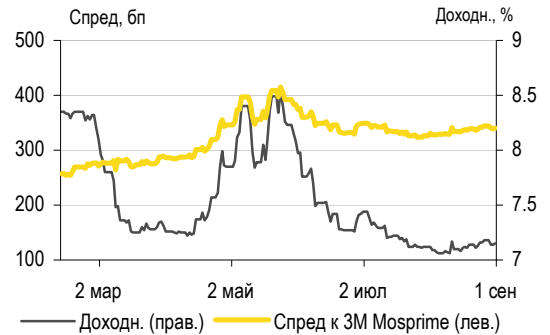
Наш общий взгляд на рынок рублевых облигаций остается положительным. Это обусловлено следующими соображениями:

- Большой наклон кривой доходности при устойчивых коротких ставках дает возможность зарабатывать даже в отсутствие движения рынка.
- Доходности длинных рублевых облигаций остаются выше докризисных в среднем на 100 б.п., тогда как денежный рынок, включая ставку РЕПО ЦБ, находится на исторических минимумах.
- Если наш прогноз верен и инфляция в 2010 г. составит 7,5%, это будут самые низкие темпы роста цен в постсоветской истории РФ. Влияние неурожая будет неприятным, но недолговременным.

Таким образом, мы не исключаем некоторой нервозности на рынке в сентябре-октябре при публикации новых данных по инфляции, однако затем, по мере ослабления инфляционных ожиданий, рынок придет к пониманию, что в продажах нет особенного смысла, и цены рублевых бондов вновь возобновят рост. Соответственно, наша основная рекомендация по покупке ликвидных бумаг длиной 3–4 года остается актуальной.

Отметим также, что эти соображения относятся к рынку в целом, тогда как в корпоративном сегменте есть целая группа бумаг, которые просто вопиют о своей дешевизне практически для любого сценария развития событий. В первую очередь это, конечно, относится к риску наших любимых Евраз и Мечела.

Газпром-11



Источники: Bloomberg

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

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, 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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Экономика

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Электроэнергетика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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, hovhannisyan@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 Гринкрюг, grinkruges@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 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