

Казначейские облигации США

Новые минимумы доходности

На рынке Treasuries уже несколько месяцев не происходит ничего нового: на фоне ожидаемых низких темпов роста экономики США, отсутствия в Америке инфляции и покупок длинных облигаций Казначейства Федеральная резервная системой доходности находятся под постоянным давлением в сторону снижения. Однако при всем этом за последний месяц доходность 10-летних Treasuries опустилась всего на 20 б.п. до сегодняшних 2,4%, что отражает понимание инвесторами тупиковости агрессивных покупок длинных бумаг в преддверии возможного широкого перехода рынка в область значительно более высоких ставок.

Мы по-прежнему уверены, что инфляционный выход из проблемы государственного долга является для США единственно возможным, поскольку именно он позволяет одновременно стимулировать экономический рост. В связи с этим нам, как мы уже отмечали ранее, кажется вполне разумным ожидать доходности 10-летних Treasuries на уровне порядка 7% в течение следующих трех лет. Точное определение времени, когда начнется большое движение цен вниз, затруднено, поскольку связано с общей задачей прогнозирования ситуации в экономике США, но для нас совершенно очевидно, что уже первые свидетельства растущей инфляции вызовут активнейшие продажи облигаций Казначейства.

Некоторое время назад мы писали, что технически точкой разворота для US10Y может стать отметка 2,5%. Сейчас этот уровень формально пройден, однако бумаги пока ушли от него совсем недалеко. Соответственно, наше мнение не меняется – потенциал роста длинных Treasuries в настоящий момент представляется крайне ограниченным, чего нельзя сказать о потенциале снижения. Так что, если бы мы давали рекомендации по торговле американскими облигациями, можно было бы говорить о том, что на горизонте порядка 12 месяцев короткие позиции выглядят однозначно предпочтительнее.

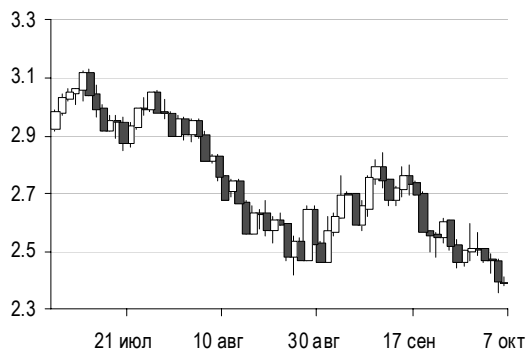
Russia'30

Российский долг долгосрочно привлекателен

Российский суверенный бенчмарк за месяц опустился в доходности до 4,15%, то есть практически на те же 20 б.п., что и американские Treasuries. Действительно, график справа показывает, что спред России'30 в августе – сентябре почти не изменился и сейчас составляет 175 б.п.

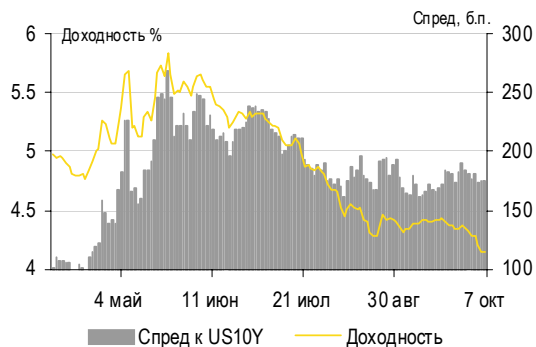
Наше мнение заключается в том, что российский суверенный долг, равно как и корпоративные евробонды, сохраняют относительную

10-летние Treasuries



Источники: Bloomberg

Russia'30



Источники: Bloomberg

привлекательность, поскольку их спреды сейчас шире, чем они были до кризиса, тогда как российская экономика, хоть и медленнее, чем хотелось бы, но все же восстанавливается, и при этом существенных изменений в кредитном профиле РФ за кризисный период не произошло. Да, конечно, отношение госдолга к ВВП выросло с 6 до 10%, но сам по себе уровень долговой нагрузки государства остается просто мизерным. Поэтому в течение следующих 12 месяцев мы ожидаем возвращения суверенных рейтингов РФ по версиям S&P и Fitch на докризисный уровень «BBB+», а агентство Moody's вероятно повысит рейтинг нашей страны до «A3». На этом фоне спред России'30 имеет хорошие шансы сократиться до 100 б.п. и впоследствии уверенно перейти указанную границу.

В краткосрочной же перспективе мы считаем справедливым для России'30 диапазон 125–175 б.п., и, поскольку сейчас бумага торгуется у его верхнего предела, отмечаем и краткосрочную относительную дешевизну российского долга. Эта привлекательность особенно заметна на фоне последних успехов бразильского долга: спред Россия'30 – Бразилия'17 составляет сейчас 125 б.п. – уровень сентября 2009 г., после которого этот спред сужался до 50 б.п.

Обменный курс рубля

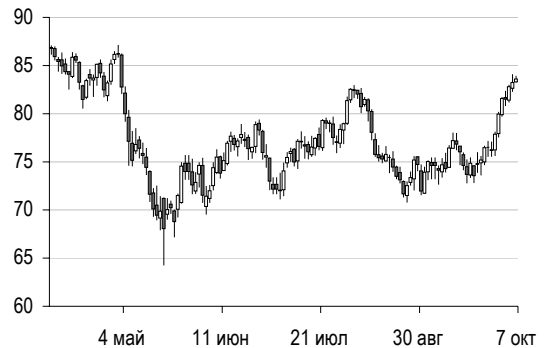
Повышательная коррекция

После сентябрьской распродажи рубля, которая была во многом связана с одновременно подскочившей потребностью экономики в долларах (рефинансирование Сбербанком кредита РУСАЛу, выкуп ЛУКОЙЛом своих акций у Copoco), а также частично объяснялась страхами инвесторов по поводу растущей инфляции, бивалютная корзина в последние дни вернулась к верхней границе своего обычного диапазона 33,5–35 руб. Тем не менее нельзя сказать, что факторы риска для курса рубля в краткосрочной перспективе перестали существовать.

В отсутствие притока капитала основным индикатором поступления иностранной валюты в страну является счет текущих операций, баланс которого, согласно предварительным данным ЦБ, неожиданно сократился в августе – сентябре до 2–3 млрд долл. в месяц вследствие роста импорта, тогда как в первой половине нынешнего года этот показатель устойчиво превышал 10 млрд долл. Пока готовится наш макроэкономический прогноз на 2011 г., мы не будем подробно комментировать этот вопрос, однако отметим, что мы продолжаем позитивно смотреть на долгосрочные перспективы рубля по следующим основным причинам.

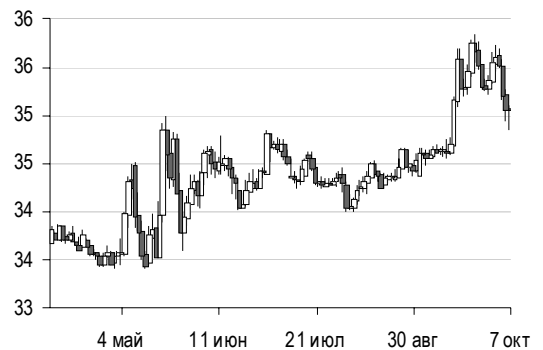
Во-первых, расширение импорта, которое способно сделать торговый баланс отрицательным, может быть связано только с дальнейшим активным ростом экономики РФ, который, в свою очередь, сейчас очень тесно коррелируется с глобальным восстановлением – читай, ростом цен на нефть. Во-вторых, мы верим в долгосрочную слабость доллара на фоне постепенного ускорения инфляции в США, что также поддержит цены на энергоносители. В-третьих, в 2009–2010 гг. Россия жила в условиях

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источники: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источники: Bloomberg

удручающе низкого интереса зарубежных инвесторов к стране. Представляется крайне маловероятным, чтобы такая ситуация могла длиться долго. Если интереса не наблюдалось в 2010 г., значит в 2011 г. высокая «бета» российских активов вызовет новый приток иностранного капитала, который поддержит рубль. В-четвертых, «эффект засухи», свидетелями которого мы являемся сейчас, будет постепенно ослабевать, что позволит вернуть инфляцию в РФ в более прогнозируемое русло.

В итоге пологий тренд укрепления рубля относительно бивалютной корзины сохранится, однако в условиях, когда ЦБ старается все меньше участвовать в торгах на валютном рынке, краткосрочные колебания курса действительно становятся менее предсказуемыми.

Макроэкономика

Все внимание – инфляции

Помимо отмеченного нами выше вопроса об угрожающем росте импорта, особое внимание инвесторов в последнее время привлекали данные по потребительской инфляции. В сентябре цены выросли на 0,8% к предыдущему месяцу, и в результате 12-месячная инфляция достигла уровня 7% в сравнении с 6,1% в августе.

Зампред ЦБ Алексей Улюкаев заявил, что ожидает инфляцию в диапазоне 7–8% в 2010 г. и 6–7% в 2011 г. Эта оценка соответствует нашему прогнозу, составляющему 7,5% на 2010 г. Стоит отметить, что наш прогноз был сделан еще в 2009 г. и, естественно, не учитывал засуху прошедшего лета. Таким образом, вполне возможно, что наши ожидания будут по итогам года несколько превышены, однако, как мы уже не раз говорили, засуха нынешнего года является разовым негативным фактором, действие которого постепенно сойдет на нет. После этого инфляция в России вернется на траекторию, предписываемую ей монетарной политикой ЦБ и общей экономической ситуацией, в которой пока отсутствуют факторы быстрого разгона цен, особенно если учесть очевидное замедление экономического роста во II полугодии 2010 г.

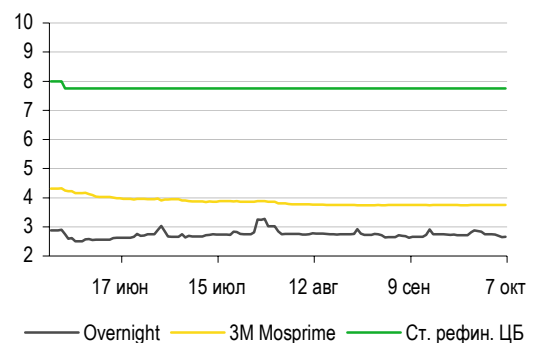
Российский денежный рынок

Устойчиво большой объем свободной ликвидности

Объем средств банков на счетах в ЦБ в последнее время устойчиво превышает 1 трлн руб., составляя сейчас более чем 1,15 трлн. Соответственно и ставка overnight «прижалась» к уровню однодневного депозита ЦБ и составляет сейчас 2,66% в сравнении с 2,69% месяц назад – то есть остается абсолютно без изменений. Трехмесячный Mosprime также практически не изменился и равен сейчас 3,75%.

В конце сентября ЦБ провел свое очередное заседание, оставив ключевые ставки без изменения и в очередной раз отметив, что наблюдающийся рост инфляции носит немонетарный характер. По всей видимости, избыток свободной ликвидности останется на рынке по меньшей мере до конца года, и единственным способом борьбы

Ставки денежного рынка, %



Источники: Bloomberg

с ним будет размещение ОБР либо продажа ОФЗ из собственного портфеля. Мы не ожидаем изменения ставки рефинансирования в 2010 г. и прогнозируем, что рублевый денежный рынок в ближайшие месяцы останется в очень хорошей форме при мало меняющихся ставках.

Долгосрочные рублевые ставки

Негатив преодолен

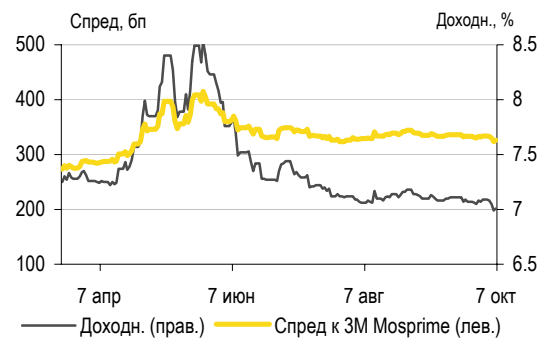
Рост рубля по отношению к бивалютной корзине, а также устойчиво низкие ставки денежного рынка убеждают участников рынка облигаций в бессмысленности продаж. Доходность используемого нами в качестве эталона корпоративного выпуска Газпром-11 снизилась за последнюю неделю на 11 б.п. до 7% годовых. Таким образом, можно утверждать, что негативные настроения августа-сентября, возникшие на волне роста инфляции и приведшие к некоторой коррекции на локальном рынке облигаций, преодолены.

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

- Сильный наклон кривой доходности при устойчивых коротких ставках дает возможность зарабатывать даже при отсутствии движения рынка. График справа показывает, что спред в доходности между выпуском Газпром-11 и 3-месячной ставкой Mosprime по-прежнему выше 300 б.п., тогда как в конце 2009 г. он составлял 100 б.п.
- Доходности длинных рублевых облигаций остаются выше докризисных минимумов, тогда как денежный рынок, включая ставку репо ЦБ, находится на исторических минимумах.
- Если наш прогноз верен, и инфляция в 2010 г. составит 7,5–8%, это будет самое низкое значение роста цен в постсоветской истории РФ. Влияние неурожая будет неблагоприятным, но временным.
- В настоящий момент с точки зрения доходности трудно найти менее привлекательный объект для инвестирования, чем облигационные рынки развитых стран. Такая ситуация неизбежно вызывает приток иностранного капитала на развивающиеся рынки. Если в случае с Россией этого, как мы уже говорили, по большому счету не произошло в нынешнем году, это произойдет в следующем.

Как мы отмечали в нашем предыдущем выпуске «Компаса», сейчас мы проходим период нервозности, связанный с преодолением экономикой РФ последствий летней засухи. Нам кажется очевидным, что, как только станет понятно, что пик этих проблем пройден, интерес инвесторов к рублевому долгу возрастет.

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, feltsmad@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, myrsikovanv@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

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
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
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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