

## Казначейские облигации США

### Шок и трепет

Не прошло и дня после выпуска «Компаса» от 25 ноября, в котором утверждалось, что на рынке воцарилась тишь да гладь, как спокойствие было нарушено сообщением о намерении квазисуверенного холдинга Dubai World попросить кредиторов об отсрочке выплаты долга до мая 2010 г. Больше всего тревожила неясность относительно того, насколько «заразным» может оказаться этот региональный долговой кризис. Вкупе с объявленной в пятницу девальвацией вьетнамского донга на 3,5% это произвело на мировые рынки крайне тяжелое впечатление, напомнив, о долговом кризисе развивающихся рынков, исходным пунктом которого стала в 1997 г. Азия.

Чуть позже стало ясно следующее.

- ✦ Кредитоспособность соседнего Абу Даби, скорее всего, не пострадает, учитывая уровень цен на нефть и наличие суверенного фонда в объеме 630 млрд долл.
- ✦ В течение выходных центробанк Объединенных Арабских Эмиратов выступил с заявлением, что он готов поддержать региональные банки, отметив, что поддержка вряд ли потребуется.
- ✦ Наиболее уязвимыми перед дубайским кризисом оказались британские банки, особенно HSBC, вложения которого в Dubai World оцениваются в 10 млрд долл. К счастью HSBC относится к числу банков, меньше всего пострадавших от мирового финансового кризиса, и, похоже, способен справиться с убытком подобной величины, да и соглашение об отсрочке выплат вовсе не означает, что стоимость вложений обесценилась до нуля.
- ✦ В целом последствия этих событий (все еще разворачивающихся) пока оказались ограниченными. По нашему мнению, дубайский кризис следует рассматривать не как проблему квазисуверенного заемщика с нефтяной трубой (Россия – ближайший аналог), а как сюжет, напоминающий историю компании «Миракс» – девелопера с огромной долговой нагрузкой, оказавшегося неспособным обслуживать долг в период экономического спада. Кризис не разразился раньше лишь потому, что, в отличие от ситуации с Мираксом, в Дубае девлоперские проекты финансировал пользовавшийся господдержкой фонд Dubai World.

На этом фоне динамика казначейских облигаций точно воспроизводила настрой мировых рынков: в пятницу доходность US10Y вышла за пределы диапазона 3,3–3,4% и в какой-то момент опустилась до уровня 3,15%. Когда в ситуации наметились сдвиги в положительную сторону доходность вернулась к отметке 3,3%.

Мы по-прежнему считаем, что, что главным катализатором роста доходности US10Y станут признаки ускорения инфляции в США. Пока не начнет усиливаться инфляционное давление, казначейские облигации будут котироваться в диапазоне 3–3,65%. Исходя из этого наш взгляд на казначейские облигаций остается нейтральным на IV квартал 2009 г. и негативным на годичный горизонт и более отдаленную перспективу.

## Russia'30

### Пошатнулись, но не обрушились

Расширение спреда дубайских CDS с 200 до 600 б.п. не могло не сказаться на Russia'30, хотя с фундаментальной точки зрения для этого не было никаких оснований. Спред российского бенчмарка к US10Y подскочил со 197 б.п. в среду (прошлой недели) до 222 б.п. в пятницу, однако в результате последовавшей за этим вспышки покупательской активности снизился до 203 б.п.

«Дубайская история» затронула российские инструменты сильнее, чем суверенный долг других развивающихся рынков: в настоящий момент спред Russia'30 к бразильскому долгу расширился до 102 б.п. с 91 б.п. в начале прошлой недели. Спред к долговым обязательствам Турции также расширился – до 75 б.п. с 68 б.п. недель ранее. Мексиканские бумаги пострадали от распродаж не меньше, чем российские, спред Russia'30 к Mex'19 в последнее время оставался на одном уровне – 40 б.п.

Поскольку мы не думаем, что дубайский кризис чреват долговременными последствиями, к расширению суверенного спреда следует относиться как к хорошей возможности для покупки.

По нашему мнению, у российского суверенного долга по-прежнему есть все шансы на ценовой рост, разумеется, если не обрушатся цены на нефть (например, ниже 50 долл./барр.). С учетом благоприятной для России конъюнктуры сырьевых рынков, благополучных показателей платежного баланса и высокой относительной привлекательности суверенного долга мы ожидаем, что спред Russia'30 к US10Y возобновит сужение и до конца года достигнет уровня 150–170 б.п.

Доходность US10Y, %



Россия'30



## Российская макроэкономическая ситуация

### Замедление в 2009 г., ускорение в 2010 г.

Выступая на российском банковском форуме в Лондоне, замминистра экономики Андрей Клепач заявил, что рост российского ВВП в IV квартале 2009 г. будет существенно более умеренным, чем ожидалось ранее: 2% по сравнению с III кварталом против прежнего прогноза на уровне 3–4%. Клепач указал на наметившийся рост товарно-материальных запасов в связи с восстановлением объемов производства у компаний, ориентированных на внутренний рынок. Вместе с тем основной движущей силой роста остается увеличение чистого экспорта – вполне естественное в условиях повышения цен на нефть.

В то же время, согласно последнему прогнозу правительства, рост ВВП по итогам 2010 г. составит 2,5–3,0%, тогда как ранее прогнозировался показатель 1,6%. Главными угрозами росту остаются состояние банковского сектора (стагнация кредитных рынков) и сильный рубль, поскольку полезный эффект обесценения рубля, скорее всего, сойдет на нет ко II кварталу 2010 г.

Состояние платежного баланса остается более чем благополучным: по итогам 2009 г. Министерство экономики прогнозирует положительное сальдо торгового баланса в размере 100 млрд долл., а профицит счета текущих операций на уровне 38 млрд долл.

## Российский денежный рынок

### Ставки «овернайт» в помощь остальным инструментам рынка

Локальное сжатие ликвидности, вызванное крупными налоговыми платежами в конце ноября, осталось позади. К началу декабря ставка по кредитам «овернайт» упала с 7% до 5,5%, а ставка MosPrime по трехмесячным кредитам и вовсе не отреагировала на денежный дефицит, оставшись на уровне 7,5% на протяжении всей недели.

Вчера первый заместитель председателя ЦБ Алексей Улюкаев заявил, что до конца года ЦБ может еще раз снизить ставку рефинансирования, поскольку среднесрочный прогноз инфляции остается умеренным. Мы сомневаемся в том, что для подобного оптимизма есть основания, поскольку инфляция – хроническая болезнь российской экономики, в основе которой лежат нерешенные проблемы структурного и демографического характера. В связи с этим вполне вероятно, что слишком быстрое смягчение денежно-кредитной политики приведет к усилению инфляционного давления – возможно, уже в декабре, но скорее всего, в начале 2010 г. Между тем официальный прогноз инфляции по итогам 2010 г. составляет 9,1%, и мы склонны с этим согласиться.

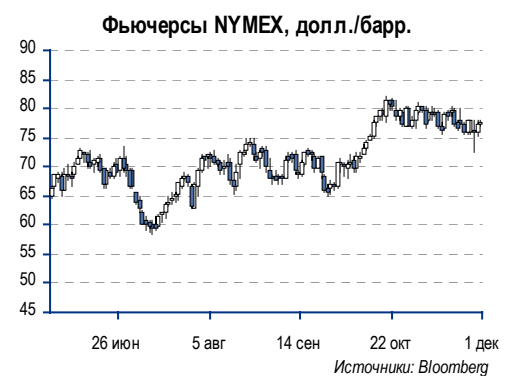
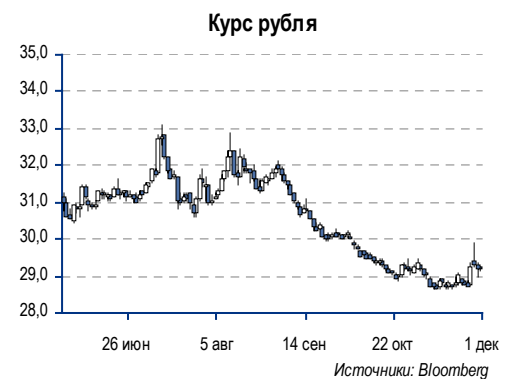
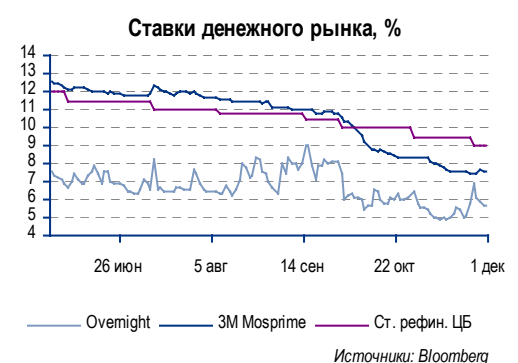
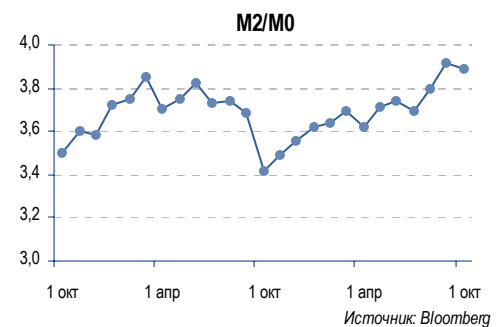
Мы положительно оцениваем перспективы денежного рынка в декабре: улучшение ситуации практически неизбежно, поскольку в этом месяце правительство намерено ликвидировать разрыв в кассовом исполнении бюджета.

## Обменный курс рубля

### Американские горки российской валюты

В прошлом выпуске «Компаса» этот раздел был озаглавлен «Ожидается повышение волатильности курса». Судьба распорядилась именно таким образом. После неуклонного укрепления в сентябре–октябре курс рубля панически отреагировал на дубайский кризис: в пятницу, на пике продаж российская валюта ослабла почти на один рубль по отношению к бивалютной корзине. С тех пор рубль отыграл часть потерь, и теперь бивалютная корзина стоит 35,88 руб. против 35,37 руб. неделей ранее, однако уязвимость рубля при малейшей внешней угрозе не может не настораживать.

Тем не менее благополучное состояние платежного баланса, упомянутое в разделе «макроэкономика», дает основания надеяться на дальнейшее укрепление рубля в среднесрочной перспективе. Низкие инфляционные ожидания также внесут свою лепту в этот процесс. Кроме того, курс рубля еще очень далек от предкризисного уровня – как по отношению и к рублю, так и к бивалютной корзине. Соответственно, мы в целом положительно оцениваем перспективы российской валюты.



## Долгосрочные рублевые ставки

### Снижение доходностей возобновилось

Если Алексей Улюкаев прав и ЦБ намерен проводить дальнейшее снижение ставок до конца нынешнего, то не придется ожидать снижения цен на рынке рублевых облигаций, во всяком случае до тех пор, пока сохраняются механизмы рефинансирования, применяемые ЦБ.

Следуя этой логике, длинные ОФЗ при поддержке со стороны высокого спроса на аукционах Минфина возобновили ценовой рост после паузы, длившейся с середины октября. Доходность нашего ориентира ОФЗ 46018 в настоящий момент составляет 8,75% против 9% в начале прошлой недели.

Естественным противовесом этой тенденции выступает то обстоятельство, что снижение доходностей способствует повышению предложения на первичном рынке. Хотя этот фактор в какой-то степени ограничивает рост цен, его скорее можно назвать причиной, чем следствием: эмитенты выходят на рынок, когда видят, что спрос достаточно высок, а если это не так, им не удается разместить новые облигации.

В этом отношении весьма характерно размещение облигаций НЛМК объемом 5 млрд руб.: на фоне дубайского кризиса спрос на облигации оказался недостаточно высоким, и компания была вынуждена отложить закрытие книги заявок до 4 декабря. Можно ожидать, что в свете улучшения конъюнктуры размещение будет успешно завершено на текущей неделе.

С учетом сказанного наш взгляд на рынок инструментов с фиксированной доходностью остается позитивным и на долгосрочную, и на краткосрочную перспективу. В настоящий момент ставка по однодневному РЕПО равна 8%, и можно ожидать, что до конца года доходность на длинном конце кривой ОФЗ снизится до 8,5%.

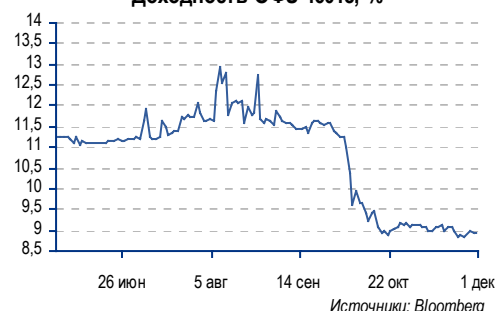
## Рекомендации инвесторам

### Наиболее привлекательны первичные размещения

На рынке рублевых облигаций мы рекомендуем инвесторам:

- ✦ покупать высококачественные длинные бумаги в ожидании снижения доходностей, например, ОФЗ 46018 (УТМ8,75% дюрация – 6,9 года), Москва-39 (УТМ9,7%, дюрация – 3,6 года), Москва-44 (УТМ9,6%, 4,2 года);
- ✦ обратить внимание на длинные выпуски Сибметинвест (Евраз, В+/В2/В+), торгующиеся с доходностью 14% к оферте через пять лет. Разумеется, Евраз будет еще размещать облигации на первичном рынке, но доходность его облигаций самая привлекательная в металлургическом секторе.
- ✦ активно участвовать в размещении новых бумаг корпоративного сектора. В частности, мы считаем чрезвычайно привлекательными следующие размещения.
  - АФК Система-3 (ВВ/В1/ВВ-), размер 19 млрд долл. 3 года, книга заявок закрыта, справедливая доходность – 12% и ниже – покупать на форвардном рынке;
  - МДМ-Банк (В+/Ва2/ВВ-), размер 5 млрд руб., 3 года, книга заявок закрыта, справедливая доходность 12–12,5% – покупать на форвардном рынке;
  - Мосэнерго (ВВ-, риск Газпрома), размер – 5 млрд руб., срок обращения будет определен позже, доходности выше 10% привлекательны на двух-трехлетний срок;
  - Банк Петрокоммерц (Ва3/В+), размер – 5 млрд руб., ориентир по купону – 13,25–14,25%, справедливая доходность – 13%.

Доходность ОФЗ 46018, %



Спред ОФЗ 46018 - Rus'30



# Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

**Исполнительный директор, руководитель департамента**  
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Бизнес-блок продаж и торговли

**Руководитель бизнес-блока**  
Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

## Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru  
Галина Гудыма, гл. специалист, gud\_gi@uralsib.ru  
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore\_vv@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

# Аналитическое управление

**Руководитель управления**  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырскова, myr\_nv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

### Редактирование/полиграфия/перевод

**Нефть и газ**  
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru  
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

**Энергетика**  
Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru  
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

Никита Швед, shvedne@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 этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать offerты. 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 2009