

### Казначейские облигации США

#### На западном фронте без перемен

В июле окопная война между покупателями и продавцами на рынке казначейских облигаций США продолжалась, и во второй половине месяца покупатели, похоже, чуть продвинулись вперед. С одной стороны, доходности долгосрочных бумаг представляются необоснованно низкими, с другой – объем свободной ликвидности, ищущей низкорисковых инвестиций, диктует дальнейшие покупки. Если говорить об информационном фоне, то хорошие новости об успешных первичных размещениях суверенного долга Греции, Испании и Ирландии были уравновешены плохими вестями об экономике США. Данные о рынке жилья в этой стране раз за разом оказываются удручающими, а в начале июля картину еще больше омрачила статистика занятости: после пяти месяцев роста рынка труда в июне было зафиксировано сокращение числа рабочих мест. Европа (и особенно Германия) в последние месяцы добилась более вдохновляющих экономических результатов, чему немало способствовало ослабление евро, однако инвесторы опасаются, что меры бюджетной экономии, которые в настоящий момент принимаются во всех странах ЕС, могут привести к замедлению роста и даже к стагнации в 2011–2012 гг.

Как мы уже писали в предыдущем выпуске, все это вместе взятое означает, что наступление нового цикла ужесточения денежно-кредитной политики отодвигается все дальше во времени, так что теперь уже трудно предположить, когда стоит ждать первого повышения процентной ставки – более того, можно все более уверенно утверждать, что в 2010 г. этого не случится.

В целом наш долгосрочный взгляд, согласно которому казначейские облигации США слишком дороги для фазы экономического восстановления, остается без изменений, но похоже, что на среднесрочном горизонте (шесть месяцев) у долгосрочных долларовых ставок теперь больше шансов остаться низкими. С технической точки зрения уровень краткосрочной поддержки доходности 10-летних казначейских облигаций, который с начала июля располагался у отметки 2,9%, был вчера пробит, однако даже в страшном сне мы не можем себе представить, что ставки US10Y могут в течение нынешнего года опуститься ниже 2,5% – скорее всего, это означало бы, что США снова оказались в рецессии, чего мы вовсе не ожидаем.

Доходность US10Y, %



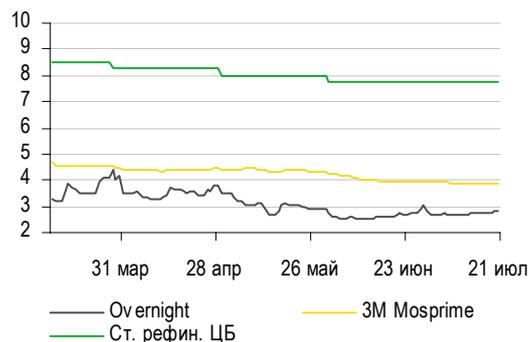
Источник: Bloomberg

Russia'30



Источник: Bloomberg

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

## Russia'30

### Вслед за казначейскими облигациями США

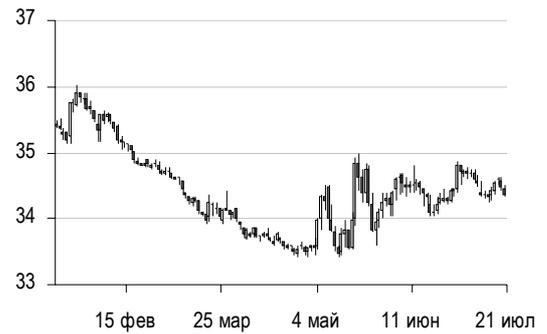
Спред российского суверенного бенчмарка к десятилетним казначейским облигациям в настоящий момент составляет 230 б.п. по сравнению с 235 б.п. в начале месяца и локальным минимумом 95 б.п. в апреле нынешнего года. В последние две недели умеренное сужение спреда вкупе с существенным ростом казначейских облигаций привело к значительному повышению котировок Russia'30, которые теперь вновь торгуются на уровне 115% от номинала – впервые с апреля. Выпуск Russia'20, размещенный 22 апреля, приблизился к отметке 99% и готов пробить уровень 100% – впервые за всю свою короткую историю, за исключением момента размещения.

Но даже с учетом последних успехов мы по-прежнему считаем российский суверенный долг существенно недооцененным. Во-первых, по нашему мнению, справедливый диапазон спреда Russia'30 к US10Y при текущей рыночной конъюнктуре составляет 125–175 б.п., а в настоящий момент он гораздо шире. Во-вторых, российский риск остается вполне привлекательно оцененным по сравнению с аналогами с развивающихся рынков. Например, спред Russia'30 к Brazil'17 в настоящий момент равен 125 б.п. (самое большое значение с октября 2009 г.) против 50–60 б.п. в течение всего I квартала 2010 г.

Столь существенное расширение спреда могло бы быть оправданным при значительном ухудшении ситуации с российскими государственными финансами, однако она как раз выглядит чрезвычайно стабильной. Недавно замминистра финансов Дмитрий Панкин заявил, что в дальнейшем Россия не намерена расходовать Резервный фонд, а неиспользованный лимит размещения внешнего долга на 2010 г. (12,8 млрд долл.) будет направлен на внутренний рынок, чтобы увеличить объем первичного размещения ОФЗ. Мы опубликовали специальный обзор на эту тему 14 июля. В настоящий момент дефицит госбюджета РФ составляет лишь 2,3% ВВП, и ближе к концу года мы ожидаем его сокращения до нуля. Таким образом, угроза существенного предложения госдолга, особенно на рынке еврооблигаций, быстро ослабевает.

В целом мы считаем, что при нейтральном и умеренно негативном сценариях суверенное кредитное качество РФ в ближайшие годы останется стабильным, а при возобновлении роста цен на нефть оно, естественно, станет повышаться. Исходя из этих фундаментальных предпосылок текущая оценка российского долларового долга, которую мы считаем низкой как исторически, так и относительно аналогов, диктует рекомендацию покупать российские суверенные бумаги.

### Курс бивалютной корзины, руб.



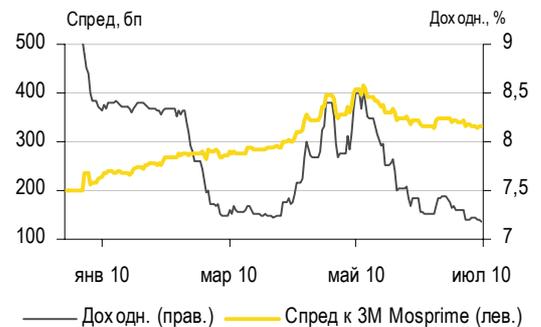
Источник: Bloomberg

### Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

### Газпром-11 (корпоративный бенчмарк, руб.)



Источник: Bloomberg

## Обменный курс рубля

### В кильватере нефти

Смягчение денежно-кредитной политики, проводимое ЦБ, похоже, на самом деле устранило избыточное спекулятивное давление на рубль и в целом позволило привести курс российской валюты в соответствие с текущими ценами на нефть. В конце мая котировки нефти вошли в диапазон 70–80 долл./барр., и рубль последовал за ними, консолидировавшись по отношению к валютной корзине в диапазоне 34–35 руб. И только в результате начавшегося недавно укрепления евро к доллару курс российской валюты вырос в июле на 60 копеек относительно американской.

Теперь, когда ЦБ завершил снижение ставки рефинансирования, основными факторами динамики рубля станут состояние торгового баланса и денежное предложение. Хотя ЦБ еще не скоро начнет ужесточать денежно-кредитную политику, регулятор приступил к постепенному сворачиванию антикризисных мер (например, в 2011 г. прекращается выдача беззалоговых кредитов). Кроме того, планы Минфина разместить ОФЗ объемом 1 трлн руб. на внутреннем рынке вместо расходования Резервного фонда, безусловно, является мерой, направленной на сокращение денежного предложения, поскольку привлечение средств Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита означает увеличение денежной базы. С другой стороны, если цены на нефть останутся стабильными, а рост российской экономики продолжится (например, в результате оживления кредитной деятельности), импорт неизбежно станет расти быстрее экспорта. Пока этот эффект еще не слишком проявился: по данным ЦБ, положительное сальдо торгового баланса за май составило 12,2 млрд долл., превысив среднегодовой показатель за 2009 г., однако максимальная величина торгового профицита зафиксирована в январе (16,3 млрд долл.), и после этого она постепенно уменьшалась. Если сокращение положительного сальдо продолжится, это станет отрицательно сказываться на курсе рубля. Мы не слишком сомневаемся в том, что наш прогноз положительного сальдо счета текущих операций по итогам нынешнего года на уровне 88 млрд долл. окажется точным, но 2011 г. внушает некоторые опасения.

Резюмируем сказанное: мы думаем, что рубль будет постепенно укрепляться относительно бивалютной корзины (как следствие принятых мер по сдерживанию денежного предложения и положительного сальдо торгового баланса), но отмечаем и потенциальные риски (основной из них – возможное резкое увеличение импорта). В итоге мы оставляем без изменений наш прогноз курса бивалютной корзины к рублю на конец нынешнего года – 32 руб., но думаем, что на пути к этой отметке рубль ожидает некоторая волатильность.

## **Макроэкономическая ситуация в России**

### **Устойчивый рост**

Согласно данным министра экономического развития Эльвиры Набиуллиной, рост ВВП по итогам июня составил 4,9% относительно уровня годичной давности, снизившись с 5,8% в мае и 5,5% в апреле. Некоторое замедление роста в прошлом месяце было обусловлено сокращением промышленного производства на 0,4% по сравнению с предыдущим месяцем, однако итоговый показатель роста за II квартал имеет шансы превысить 5%, что совсем неплохо. Напомним, что наш прогноз роста ВВП по итогам 2010 г. равен 5,5% – текущая динамика ВВП вполне вписывается в этот показатель, тем более что во II полугодии мы не ожидаем ухудшения ситуации. Хотя в июне промышленное производство сократилось по сравнению с предыдущим месяцем, относительно июня прошлого года оно выросло на 9,7%, что также является отличным результатом. Объем инвестиций в основной капитал по итогам июня увеличился на 7,4% – меньше, чем нам хотелось бы, но тоже существенно. Для развивающейся экономики был бы предпочтителен рост объема инвестиций, выражающийся двузначной величиной, однако столь резкое восстановление имеет свои оборотные стороны: в случае России единственным дополнительным источником финансирования может служить кредитный бум, который, как мы убедились, сопряжен с немалыми рисками, когда экономика столь сильно зависит от одного – и притом волатильного – внешнего фактора.

## **Российский денежный рынок**

### **Краткосрочные ставки несколько повысились**

Достигнув минимума на уровне 2,5% в начале июня, ставка по кредитам «овернайт» с тех пор медленно повышалась. В настоящий момент ставка MosPrime по однодневным кредитам составляет 2,82%, а ближе к концу месяца она может вырасти до 3% в связи с налоговыми платежами. С другой стороны, ставка MosPrime по трехмесячным кредитам достигла минимума гораздо позже – 12 июля (3,85%), а вчера она равнялась лишь 3,88%. Таким образом, то, что мы сейчас наблюдаем, – это легкое похмелье от действий ЦБ, только что прекратившего снижение процентных ставок: стоимость кредитов «овернайт», опустившаяся до минимума – ставки по депозитам ЦБ (2,5%), теперь восстанавливает положительный спред по отношению к последней, что сопровождается неизбежной волатильностью рынка. По нашему мнению, повышение ставки «овернайт» потребует объяснения, только если она будет составлять более 3% в первой половине любого следующего месяца. Наш общий взгляд на денежный рынок на II полугодие 2010 г. остается позитивным, и мы не ожидаем существенного сжатия ликвидности по меньшей мере в следующие два месяца.

## **Долгосрочные рублевые ставки**

### **Можно сыграть на наклоне кривой**

Даже инвесторам, которые не верят в дальнейшее снижение долгосрочных ставок, можно порекомендовать присмотреться к кривой доходности – угол ее наклона до дюрации четырех лет чрезвычайно велик. Доходность на четыре года равна приблизительно 7%, а ставка «овернайт», как мы уже говорили, ниже составляет менее 3%. Это дает увеличение дохода более чем на 1% на каждый следующий год. Самый большой угол наклона – на коротком конце кривой, однако короткая дюрация не дает на нем заработать. Именно поэтому мы настоятельно рекомендуем трех-четырёхлетнюю дюрацию, в том числе покупку самих ОФЗ, например, ОФЗ 25071. Даже если рынок будет стоять на месте, простое перемещение бумаги во времени вдоль текущей кривой в ближайшие 12 месяцев дает годовой доход не менее чем на 2% превышающий купон (cfv по себе неплохой) в размере 8,1%. Таким образом, общий доход в данном случае превысит 10% годовых – это более чем на 3% превышает текущую доходность бумаги к погашению.

## 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

#### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Аналитическое управление

#### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, 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

#### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@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  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@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 Гринкруг, 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 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