

## Казначейские облигации США

### Доходности смещаются вниз

Волатильность на рынке казначейских облигаций США явно спала: на прошлой неделе в результате умеренного повышения котировок доходность US10Y снизилась с локального максимума 3,9% сразу до 3,65%, где она и находится в настоящий момент.

По нашему мнению, дальнейшая коррекция доходности в сторону снижения маловероятна. Во всяком случае, доходность едва ли опустится ниже отметки 3,55%, которая раньше служила уровнем сопротивления, а теперь может стать уровнем поддержки. Не забудем, что 2010 г., на который многие прогнозировали ужесточение кредитно-денежной политики ФРС, уже наступил.

Главным событием следующей недели, безусловно, станет заседание Комитета по открытым рынкам ФРС США, намеченное на среду. Никто не ожидает изменения процентной ставки уже на этом заседании, но в заявлении по его итогам, скорее всего, будет представлена полезная информация о положении на рынке труда, инфляции и жилищном рынке, которую будут с нетерпением ждать инвесторы.

Тем временем мы оцениваем ситуацию с казначейскими обязательствами как сбалансированную в краткосрочной перспективе, но на горизонте 6–12 месяцев, безусловно, ожидаем повышения доходностей.

## Russia'30

### Спред скорректировался, цена осталась прежней

За интенсивным сужением спреда Russia'30 к US10Y в первые дни года – до 130 б.п. последовало его расширение, и к настоящему моменту спред составляет 160 б.п. Основной причиной его расширения стало снижение доходности US10Y, поскольку котировки Russia'30 оставались практически неизменными: в настоящий момент доходность российского бенчмарка составляет 5,25% по сравнению с 5,22% неделю назад.

Докризисный спред на уровне 100 б.п. представляется пока недостижимым, поскольку суверенные рейтинги России были понижены, а макроэкономическая ситуация все еще далека от идиллической. Поэтому справедливый спред Russia'30 к US10Y в I полугодии 2009 г., по нашему мнению, должен располагаться в диапазоне 125–175 б.п., в зависимости от настроения на мировых рынках. Поскольку в настоящий момент Russia'30 находится недалеко от середины названного диапазона, наш взгляд на российский бенчмарк остается нейтральным на краткосрочную перспективу и позитивным на 6–12 месяцев и более длительный период.

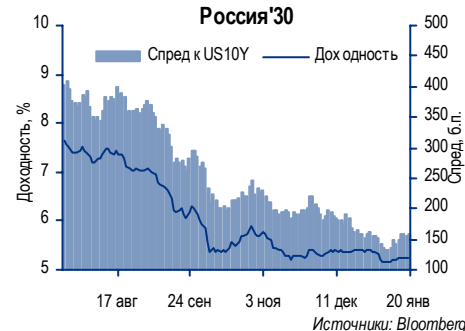
Помимо этого, мы вновь подтверждаем нашу точку зрения о том, что сужение спреда Russia'30 в сколько-нибудь разумных пределах будет с большой вероятностью «съедено» повышением доходностей казначейских облигаций США, результатом чего может стать негативная доходность Russia'30 в абсолютных величинах. Это дает основания утверждать, что, помимо торговли спредом, главной ставкой среди российских еврооблигаций остаются корпоративные бумаги, особенно банковские.

Доходность US10Y, %



Источники: Bloomberg

Россия'30



Источники: Bloomberg

**Российская макроэкономическая ситуация**

**Хорошие новости о платежном балансе**

На прошлой неделе ЦБ РФ представил предварительную оценку платежного баланса по итогам 2009 г. Повышение цен на нефть давало основания надеяться на хорошие результаты, и они действительно оказались хорошими: в IV квартале 2009 г. положительное сальдо счета текущих операций достигло 15,6 млрд долл. – самого высокого показателя с III квартала 2008 г, по счету операций с капиталом было также зафиксирован профицит в размере 9 млрд долл. против дефицита на уровне 25,4 млрд долл. в III квартале 2009 г.

ЦБ опубликовал также ряд данных о внешнем долге на конец года: совокупный внешний долг России сократился за год на 10 млрд долл. до 470 млрд долл. Объем государственного внешнего долга не изменился и составил приблизительно 30 млрд долл., банки уменьшили объем внешних долговых обязательств на 40 млрд долл. до 126 млрд долл., корпоративный сектор (в котором преобладают квазисуверенные заемщики) увеличил долг на 19 млрд долл. до круглой суммы – 300 млрд долл.

По нашему мнению, в 2010 г. едва ли можно ожидать сокращения российского внешнего долга, но планы правительства привлечь 18 млрд долл. путем размещения еврооблигаций едва ли будут полностью претворены в жизнь. Наши специалисты по макроэкономике считают, что при текущих ценах на нефть федеральный бюджет на 2010 г. может оказаться бездефицитным, поскольку даже в крайне тяжелом 2009 г. дефицит составил лишь 5,9%, а не 8–9%, как прогнозировалось в начале года.

Между тем отношение государственного внешнего долга к ВВП по-прежнему составляет менее 2%, а доля совокупного российского долга в ВВП равна приблизительно 30%. Совокупный внешний долг (470 млрд долл.) почти полностью покрывается золотовалютными резервами ЦБ (440 млрд долл.).

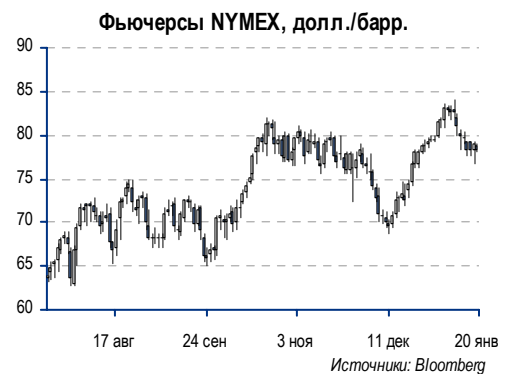
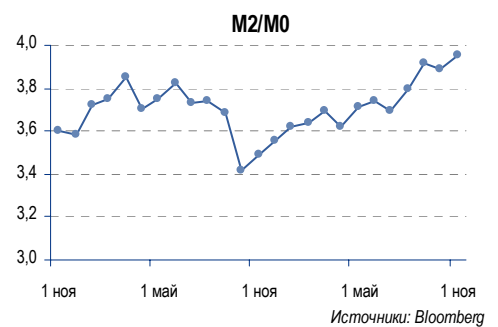
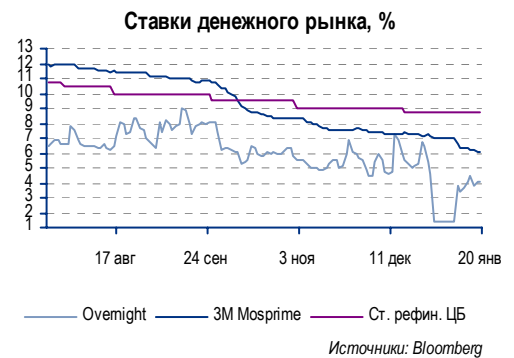
**Обменный курс рубля**

**Рубль силен, несмотря на снижение цен на нефть**

В последние несколько дней цены на нефть корректируются вниз с недавних максимумов, в течение недолгого времени достигавших 84 долл./барр. Несмотря на это, рубль даже укреплялся относительно бивалютной корзины и в настоящий момент котируется на уровне 35,23 руб./долл. против 35,58 руб. неделю назад. Это не самая типичная динамика, так что, если снижение цен на нефть продолжится, она, несомненно, подвергнется коррекции.

Тем не менее, в 2010 г. у рубля, на наш взгляд, есть все шансы на дальнейшее укрепление – не только из-за повышения цен на нефть, но и потому что смягчение денежно-кредитной политики в 2010 г. обещает быть существенно более умеренным, а инфляция – менее высокой, чем в 2009 г. В пользу этой точки зрения свидетельствуют также данные платежного баланса, обсуждавшиеся выше.

С другой стороны, ЦБ неоднократно давал понять, что не заинтересован в быстром укреплении рубля, из чего можно заключить, что денежные власти вполне утратят стабилизацию рубля относительно бивалютной корзины примерно на текущих уровнях. Все это дает основания полагать, что в нынешнем году российская валюта будет в большей или меньшей степени защищена от ослабления, а с ростом цен на нефть может еще более укрепиться.



## Российский денежный рынок

### **Мягкая подушка**

Подушка ликвидности, аккумулированная в декабре, обеспечивает бесперебойное функционирование российского денежного рынка в настоящий момент, и как минимум до конца февраля ее хватит. Объем средства банков в ЦБ превышает 1,2 трлн руб., так что в ближайшие недели не стоит ожидать существенного повышения ставок по кредитам «овернайт».

На текущей неделе ставка «овернайт», упавшая во время новогодних каникул до 1–2%, вернулась на «нормальный» уровень – 4%, что все же ниже, чем в конце 2009 г., когда ставка колебалась в диапазоне 5–7%. Благополучное положение на денежном рынке выразилось также и в том, что ставка MosPrime по трехмесячным кредитам плавно снижалась в течение всей недели – с 6,34% в прошлую среду до 6,04% сегодня. По сходной траектории двигались ставки по рублевым NDF: вмененная ставка по месячным контрактам равна сейчас 4,57% против 4,76% семь дней назад.

Что касается дальнейших действий ЦБ, то мы по-прежнему уверены, что смягчение денежно-кредитной политики продолжится, но будет существенно более умеренным, чем в 2009 г. Инфляция может преподнести неприятные сюрпризы во II полугодии, учитывая ожидаемое восстановления экономики, так что в 2010 г. ЦБ, как мы полагаем, снизит ставку рефинансирования не более чем на 100 б.п.

## Долгосрочные рублевые ставки

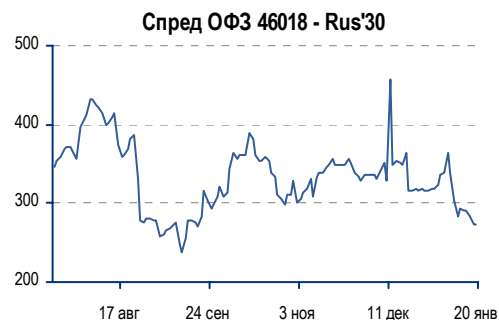
### **Восходящий тренд сохраняется**

Вдохновленные низкими ставками денежного рынка трейдеры все выше задирают котировки долгосрочных рублевых облигаций: доходность нашего бенчмарка ОФЗ 46018 снизилась с 8,4% в прошлую среду до приблизительно 8,1% в настоящий момент.

Необходимо отметить, что, хотя ставки РЕПО находятся на докризисных уровнях, доходности рублевых облигаций все еще выше докризисных во всех сегментах рынка.

Например, доходность вышеупомянутого выпуска ОФЗ 46018 может снизиться до 7% и все же остаться выше, чем до кризиса, поскольку в 2007 г. – I полугодии 2008 г. она колебалась в диапазоне 6,5–7%, при том что инфляция была существенно выше.

Исходя из этого наш кратко- и долгосрочный взгляд на рынок рублевых облигаций остается позитивным.



## Что делать

### **Масса возможностей**

**Внешний рынок.** Здесь инвесторы томятся в отсутствие новых бумаг, так что практически любые первичные размещения выглядят весьма привлекательно. Отметим следующие выпуски.

- ТНК-ВР (BBB-/Baa2/BBB-), Международный промышленный банк (BB-/B1/B) и МДМ-Банк (B+/Ba2/BB-) начали маркетинг новых выпусков долларовых еврооблигаций. Условия размещения выпусков пока не объявлены, но мы советуем инвесторам обратить на эти бумаги пристальное внимание.
- Татфондбанк (B2) предложил держателям своих облигаций на сумму 200 млн долл. с погашением в апреле 2010 г. обменять бумагу на новый двухлетний выпуск с купоном в размере 12%. Предлагаемый коэффициент обмена равен 101%. Это означает, что держатели облигаций получают доход в размере 13%. Мы считаем предложение банка весьма привлекательным.

**Рынок рублевых облигаций.** В облигациях первого эшелона есть смысл придерживаться стратегии buy&hold, поскольку весьма вероятно дальнейшее снижение доходностей не менее чем на 100 б.п. в широком спектре бумаг. Во втором эшелоне многие облигации также предлагают отличные инвестиционные возможности. Сегодня мы хотели бы вновь назвать некоторых наших фаворитов в банковском секторе.

- В начале декабря мы охарактеризовали первичное размещение выпуска МДМ-БО1 (B+/Ba2/BB-) как одно из наиболее привлекательных в текущем месяце. К настоящему моменту доходность бумаги снизилась с 13% до 11,6% на три года. Тем не менее мы считаем, что бумага сохраняет значительный потенциал роста. Выпуск УРСА-5 (после слияния банков УРСА и МДМ эмитентом является МДМ-Банк) в настоящий момент торгуется с доходностью около 10% на 21 месяц. На сходных уровнях котируется Петроком-7, предлагающий доходность 9,75% на один год. Исходя из этого, мы считаем, что в I квартале 2010 г. доходность МДМ-БО1 может сместиться в сторону диапазона 10–11%, и рекомендуем держать бумагу на позиции или приобретать ее, если этого еще не случилось
- На коротком конце кривой выпуск ХКФБ-4 (B+/Ba3) торгуется с доходностью 11,75% к оферте через 8 месяцев. По нашему мнению, выпуск обладает потенциалом перемещения в диапазон 10–11%, не говоря уже о том, что этот инструмент есть смысл держать до оферты (он может служить залогом по сделкам РЕПО с ЦБ).

## 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 Таведжи, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru  
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru  
Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

## Аналитическое управление

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

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, 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, degtyarevwm@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**  
Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@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 этот бюллетень 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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2010