

## Казначейские облигации США

### Доходность делает шаг вверх

Проведенный 23 марта аукцион по размещению пятилетних казначейских облигаций США привлек меньший интерес, чем ожидалось, продажи перекинулись на десятилетние бумаги, и в течение дня их доходность подскочила примерно на 15 б.п. до 3,85%. С тех пор рынок казначейских облигаций спокойно консолидируется на этом уровне.

Две недели назад мы писали, что греческий сюжет уже почти не занимает умы инвесторов, но выяснилось, что это не так. Хотя Германия и Франция в целом согласовали пакет помощи Греции и договорились, что МВФ будет играть ключевую роль в предоставлении ей средств, было оговорено, что это условие вступит в силу только в случае, если положение страны станет крайне тяжелым. Однако при этом никто не озаботился точным определением такого положения. Как следствие, греческие дефолтные свопы (CDS) в настоящий момент котируются на уровне 340 б.п. против примерно 300 б.п. в первой половине марта. Наша точка зрения на эту ситуацию проста: мы считаем, что у объединенной Европы волне достаточно средств, чтобы урегулировать проблему в краткосрочной перспективе, особенно после заявления о том, что возможность выхода Греции из еврозоны не рассматривается. Главный вопрос, напротив, заключается в долгосрочной стратегии, которая позволила бы решить самую сложную головоломку: в большинстве развитых стран Европы социальный пакет формировался исходя из высоких темпов роста, достигнутых в последние десятилетия. Теперь, когда эти темпы роста остались в прошлом (и совершенно непонятно, когда динамичный рост возобновится), не исключено, новая реальность требует от западного мира мер жесткой бюджетной экономии. Мы не уверены, что население к этому готово, — пока мы наблюдаем в целом противоположную картину, и неотъемлемая ее часть — меры финансового стимулирования экономики, которые лишь увеличили бюджетные расходы в большинстве крупных экономик.

Возвращаясь к казначейским обязательствам, мы полагаем, что на рынке спрос на эти инструменты будет устойчивым, поскольку в ближайшие месяцы ужесточения кредитно-денежной политики в США не ожидается. С другой стороны, в более широком историческом контексте доходность US10Y все еще крайне невысока, так что с технической точки зрения более вероятно, что в 2010 г. долгосрочные ставки поднимутся выше, и наша основная цель по доходности US10Y на этом пути — 4,75%.

## Russia'30

### Прочные позиции

В последнее время Russia'30, которой оказывают поддержку растущие цены на нефть, держится на предельно близком расстоянии от казначейских облигаций США: спред российского бенчмарка к US10Y колеблется в диапазоне 110–120 б.п. В настоящий момент российское правительство проводит мировое роуд-шоу в связи с размещением нового выпуска суверенных еврооблигаций, которого можно ожидать ближе к концу апреля, поскольку последние встречи в Нью-Йорке назначены на 21 число этого месяца. Как заявил недавно министр финансов Алексей Кудрин, главная мысль, которую Минфин хочет донести до инвесторов, состоит в том, что, если условия размещения окажутся неблагоприятными для России, то оно просто не состоится, поскольку эти заимствования можно с легкостью осуществить на российском рынке.



Столь оптимистическое настроение главных действующих лиц, безусловно, оказывает поддержку котировкам обращающихся суверенных облигаций, но, к сожалению, места для сужения спреда уже почти не осталось. Рейтинги России все еще в среднем ниже, чем до кризиса, бюджет сводится с дефицитом, пусть и уменьшающимся, а восстановление экономики – пока дело будущего. В результате, если размещение новых суверенных еврооблигаций действительно окажется очень успешным, то оно может спровоцировать фиксацию прибыли вдоль всей кривой суверенного российского долга.

Мы по-прежнему считаем, что справедливый спред Russia'30 к US10Y равен 125 б.п. С этой точки зрения российский бенчмарк уже выглядит дороговато. Исходя из этого, наш взгляд на Russia'30 в краткосрочной перспективе остается нейтральным, но, говоря о более отдаленной перспективе, мы хотели бы указать на риски масштабного смещения кривой казначейских облигаций США в сторону более высоких доходностей, что неизбежно нанесет ущерб российскому суверенному долгу в абсолютном выражении.

## **Макроэкономическая ситуация в России**

### ***Февральская статистика указывает на постепенное восстановление экономики***

Макроэкономическая статистика за февраль 2010 г., опубликованная в пятницу Росстатом, свидетельствует об последовательном восстановлении в основных секторах российской экономики. Однако в трех основных областях экономики: промышленности, инвестициях в основной капитал и строительстве, спад еще не преодолен – не в последнюю очередь потому, что российские банки крайне неохотно увеличивают объемы кредитования. По нашей оценке, в ближайшие месяцы кредитные портфели российских банков постепенно начнут расти, что должно ускорить процесс восстановления. Мы оставляем в силе прогноз годового роста ВВП в 2010 г. на уровне 5,5%.

По итогам февраля 2010 г. объем инвестиций в основной капитал сократился на 7,4% в реальном выражении относительно уровня годичной давности, то есть более существенно, чем прогнозировали мы (5% год к году) и предполагал консенсус-прогноз (5,5%). В этой ситуации не вызывает удивления, что строительство также не преодолело спад: общий объем строительных работ сократился на 9,8% по сравнению с февралем 2009 г. Вместе с тем объем жилищного строительства вырос на 3% по отношению к тому же месяцу 2009 г. после падения на 0,1% в январе. Рост промышленного производства замедлился до 1,9% по сравнению с февралем прошлого года с 7,8% в январе, что было связано с существенным падением темпов роста в обрабатывающем секторе.

В то же время во всех других секторах экономики налицо отчетливые признаки восстановления. Рост производства сельскохозяйственной продукции, не прекращавшийся весь прошлый год, продолжается: в феврале он составил 3,3% по сравнению с тем же месяцем 2009 г. Грузооборот транспорта увеличился четвертый месяц подряд. Его рост в феврале достиг 9,3% по отношению к февралю 2009 г., оборот розничной торговли, показавший рост в январе, по итогам февраля также возрос на 1,3% благодаря значительному повышению потребительского спроса. При этом реальные доходы населения, росшие шесть месяцев подряд, по итогам февраля увеличились на 2,4% год к году, в то время как уровень безработицы снизился до 8,6%, а численность безработных сократилась на 8,8% относительно уровня годичной давности.

## Обменный курс рубля

### Рост должен продолжиться

Нервозность на российском валютном рынке в связи с терактами в Москве сохранилась не более пары часов. После начальных распродаж рубль отыграл сданные позиции и стал котироваться в нормальном диапазоне относительно бивалютной корзины: 34–34,15 руб. Ралли февраля – первой половины марта ясно указывало на силу российской валюты, и с тех пор она не стала слабее. Снижение ставки рефинансирования ЦБ на 25 б.п. ничего в этом отношении не меняет, поскольку рубль поддерживают цены на нефть, которые к настоящему моменту достигли самого высокого уровня с октября 2008 г.

Мы считаем, что в ближайшую пару месяцев плавное укрепление рубля продолжится, даже при том что рублевая стоимость корзины уже почти совпадает с нашим прогнозом на конец года – 33,8 руб. Кроме того, представляется вполне вероятным, что в условиях смягчения кредитно-денежной политики с целью размораживания кредитного рынка ЦБ воспользуется укреплением рубля как антиинфляционным инструментом. Так что, чем ниже будут ставки, тем меньше ЦБ будет противиться укреплению рубля.

## Российский денежный рынок

### Очередное снижение ставки

В пятницу, 26 марта, ЦБ опустил ставку рефинансирования на 25 б.п. до 8,25% – уже второй раз в нынешнем году. Одновременно была до 5,5% понижена ставка по однодневному РЕПО. Темпы понижения ставки полностью совпадают с нашим прогнозом, согласно которому за 2010 г. ставка рефинансирования будет снижена в общей сложности на 100 б.п. Мы уже на полпути к этой цели.

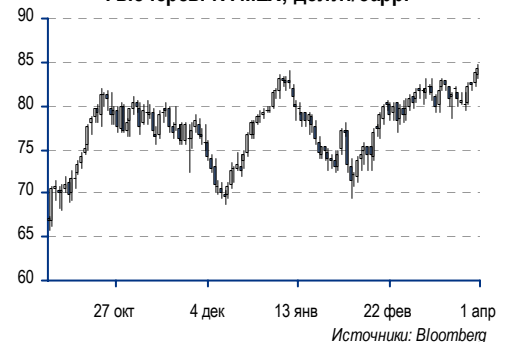
Решение ЦБ принесло облегчение российскому денежному рынку, на котором в конце марта несколько повысились ставки по краткосрочным кредитам. Поскольку это было связано прежде всего с налоговыми платежами, ближе к началу апреля ситуация улучшилась: ставки по кредитам «овернайт» опустились с 4–5% до 3,5%. Ставка MosPrime по трехмесячным кредитам сегодня упали до 4,42% – самого низкого уровня с 2006 г. Доходность месячных контрактов NDF вернулась на уровень 3,75%, что предполагает стоимость хеджа между долларовой и рублевой рынками в размере, равную 350 б.п.

Резервы, размещенные банками в ЦБ, в настоящий момент составляют менее 1 трлн руб., однако их объем растет, и можно ожидать, что в первую неделю апреля этот рубеж вновь будет преодолен. В целом сила рубля и смягчение кредитно-денежной политики оставляют мало возможностей для сжатия ликвидности на кредитном рынке, так что в обозримом будущем мы не ожидаем там сколько-нибудь серьезных проблем.

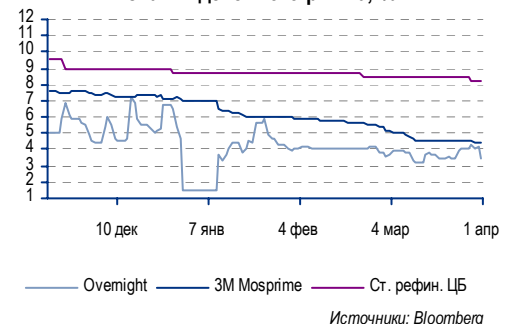
Курс бивалютной корзины, руб.



Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Ставки денежного рынка, %



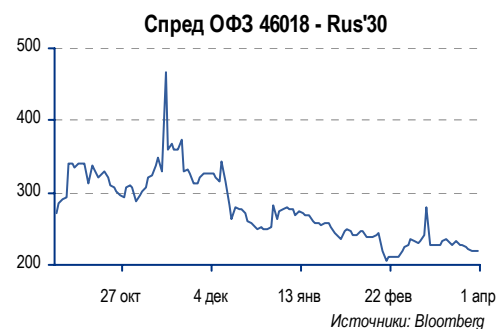
## Долгосрочные рублевые ставки

### **Без движения, условия остаются благоприятными**

В результате ралли, продолжавшегося в январе–феврале, доходности рублевых облигаций опустились так низко, что многим участникам рынка они могут представляться некомфортными. В результате в последнюю пару недель спекулянты стали фиксировать прибыль, что в условиях устойчивого спроса со стороны остальных участников рынка просто приостановило рост цен.

По нашему мнению, потенциал роста цен высококачественных рублевых облигаций еще не исчерпан, но, естественно, он более ограничен, чем шесть месяцев назад. Например, доходность нашего бенчмарка ОФЗ 46 018 в настоящий момент равна 7,25% к погашению, а наша цель по этой бумаге составляет 6,5% (докризисный минимум). Спред между длинным концом кривой ОФЗ и, скажем, ставкой MosPrime по трехмесячным кредитам чрезвычайно широк – более 250 б.п. против 100–150 б.п. в декабре 2009 г., так что у банков остается достаточно возможностей для carry trade.

После широкомасштабного ралли II полугодия 2009 г. логично ожидать дальнейшей активизации первичного рынка. Для многих эмитентов условия рынка облигаций уже близки к докризисным, но при этом сформировалась инфраструктура, позволяющая ускорить процесс размещения облигаций (например, появилась возможность выпуска коммерческих облигаций, рублевых евробондов и т.д.). В результате первичные размещения, как мы ожидаем, станут основным источником дополнительной доходности вложений на рынке облигаций в оставшиеся месяцы 2010 г. и, скорее всего, в 2011 г.



# 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  
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

## Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@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, poruyajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсикова, myr\_nv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@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, bogdanovic@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  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010