

### Казначейские облигации США

#### Признаки разворота? Уверенности пока нет

3 ноября состоится очередное заседание FOMC, и есть большая вероятность, что в ходе него ФРС объявит о новом этапе количественного смягчения, то есть о новых объемах выкупа государственных облигаций с рынка. С одной стороны, такая перспектива напрямую свидетельствует против доллара, поскольку это очевидный шаг в сторону инфляционного выхода из посткризисной стагнации, однако, с другой стороны, такой способ вброса новых денег в экономику поддерживает спрос на Treasuries. Именно поэтому реакция рынка пока осторожная – доходность 10-летних бумаг оттолкнулась в последнюю пару недель от локального минимума 2,3%, достигла 2,6%, но затем отступила назад к 2,5%.

Мы уже неоднократно писали, что инвесторам стоит принимать во внимание возможность сильного сдвига доходности Treasuries вверх при появлении в США признаков инфляции. Конечно, когда конкретно они появятся, сказать сложно, однако это не отменяет того факта, что потенциал роста Treasuries остается крайне ограниченным, а потенциал снижения может оказаться очень большим – мы не удивимся, если в течение следующих трех лет доходность 10-летних нот вырастет до 7–8%. Причем с исторической точки зрения в этом не будет ничего необычного – такая доходность была абсолютно нормальной для рынка еще в первой половине девяностых годов.

Наша цель по доходности US10Y на горизонте 12 месяцев находится сейчас на уровне 4,65%.

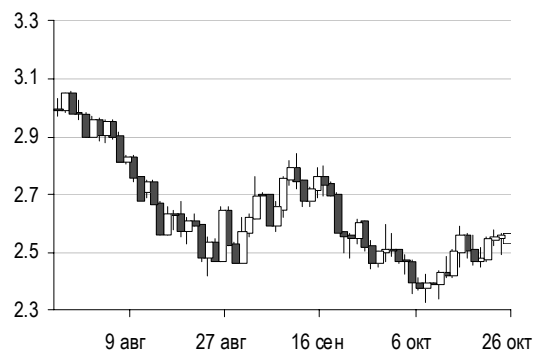
### Russia'30

#### Спред сократился из-за коррекции Treasuries

Котировки российского суверенного бенчмарка были в последнее время под давлением из-за роста доходности Treasuries. Однако, как обычно бывает в таких ситуациях, спред Russia'30 к US10Y сузился за последние две недели со 175 до 160 б.п., в результате чего цена бумаги упала за последнюю неделю всего на 1 п.п., а по итогам двух недель и вовсе почти не изменилась.

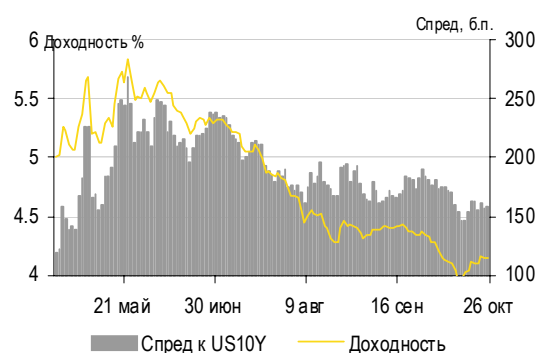
Как мы и ожидали, российский долг сохраняет некоторую ценовую гибкость за счет своей относительной привлекательности, при этом спред Russia'30 может довольно легко сузиться еще на 50 б.п. Тем не менее, если мы правы и 10-летние Treasuries достигнут в течение следующего года доходности 4,65%, доходность Russia'30 точно превысит при этом уровень 5,5%, который на тот момент будет соответствовать цене 110% от номинала, что более чем на 10 п.п. ниже сегодняшнего уровня.

#### 10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

#### Russia'30



Источник: Bloomberg

Относительно соответствующих суверенных бумаг Бразилии, Мексики и Турции долг России продолжает торговаться с существенной премией в доходности, которая увеличилась на 50–75 б.п. по сравнению с апрелем нынешнего года. Это еще раз убеждает нас в том, что спред Russia'30 к US10Y должен быть на уровне 100 б.п., однако тяжелые воспоминания о IV квартале 2008 г. пока удерживают иностранных инвесторов от переоценки российского риска. Со временем она, конечно, произойдет.

## Обменный курс рубля

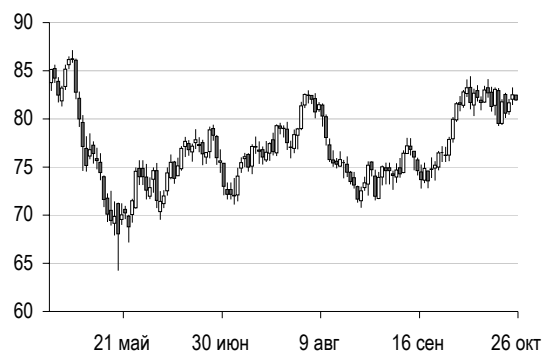
### Стоит беспокоиться?

Движение курса бивалютной корзины в последнее время противоречило нашему общему взгляду, что в среднесрочной перспективе рубль должен оставаться сильной валютой. 14 октября ЦБ сообщил о расширении коридора корзины на 1 руб., вследствие чего его верхняя граница поднялась до 36,9 руб. На фоне данных последних месяцев об опережающем росте импорта относительно экспорта спекулянты решили протестировать оставленную Центробанком территорию, и в результате им удалось поднять корзину приблизительно до 36,3 руб. Затем последовала коррекция, однако вопрос о дальнейшем направлении валютного курса остается на повестке дня.

С нашей точки зрения, кардинальных изменений в фундаментальных факторах, определяющих курс рубля, не произошло. Наш прогноз профицита счета текущих операций на 2011 г. составляет около 50 млрд долл., тогда как по 2010 г. мы ожидаем положительное сальдо на уровне 80 млрд долл. Ежемесячные данные торгового баланса показывают, что в августе торговый профицит снизился до 8,3 млрд долл. по сравнению с 16,3 млрд в январе, а в сентябре, по предварительной информации, был на уровне 9 млрд долл. Однако положительное сальдо порядка 8–9 млрд долл. соответствует уровню середины 2009 г., то есть пока не вызывает опасений с исторической точки зрения, и к тому же находится в русле прогноза правительства РФ на 2011 г., который предусматривает торговый профицит размером 110 млрд долл. Вдобавок ослабление доллара относительно евро, которое мы считаем гораздо более вероятным, чем укрепление американской валюты, будет поддерживать цены на сырьевые товары, не говоря уже о прямом влиянии на пару рубль–доллар. Что же касается притока капитала, Россия живет без него с середины 2008 г., и бесконечно эта ситуация продолжаться не будет. Очень похоже, что будущий год может стать в этом смысле поворотным, особенно если учитывать большие усилия, которые прилагает сейчас правительство к привлечению иностранных инвестиций. Программа новой приватизации внушает сдержанный оптимизм, поскольку, если она будет выполнена хотя бы наполовину, это будет беспрецедентным событием с первой половины 1990-х.

Таким образом, наш взгляд на рубль остается умеренно положительным. Мы не видим фундаментальных рисков заметного обесценения

Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

национальной валюты и ожидаем, что средний курс доллара в 2011 г. составит 29,4 руб. при средней цене на нефть Urals 83 долл./барр.

## Макроэкономика

### Положительные сигналы

Данные Росстата о динамике индекса цен производителей за сентябрь обнадеживают: индекс упал на 1,3% по сравнению с августом, что эквивалентно росту на 5,9% к уровню годичной давности. Нельзя сказать, что цены производителей полностью определяют потребительскую инфляцию, однако их умеренная динамика свидетельствует об ослаблении фундаментальных оснований роста потребительских цен.

И действительно, за неделю с 12 по 18 октября потребительские цены в РФ выросли всего на 0,1% по сравнению с еженедельным темпом 0,2%, наблюдавшимся в последнее время. Мы далеки от уверенности, что проблема скачка инфляции в РФ вследствие летней засухи исчерпала себя, однако по-прежнему убеждены, что влияние этого фактора будет временным – последнее позволит постепенно вернуть инфляцию на более низкую траекторию, наблюдавшуюся в первой половине текущего года. В мире сейчас значительно острее стоит вопрос о том, как избежать дефляции, и мы не видим оснований, по которым наша страна должна сильно выбиваться из общей картины.

Мы ожидаем, что в 2010 г. рост потребительских цен не превысит 8,5%.

## Российский денежный рынок

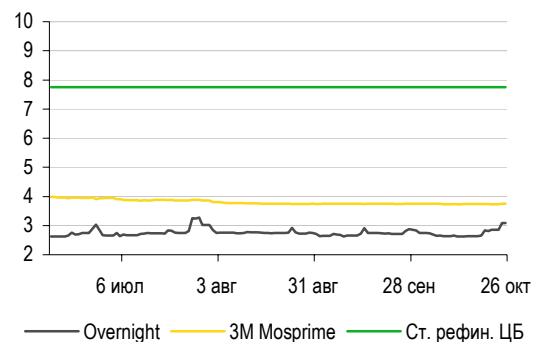
### Налоги и рубль снизили уровень ликвидности

Объем средств банков на счетах ЦБ составил сегодня 801 млрд руб. – самое низкое значение в нынешнем году. Причины видятся две: с одной стороны, ликвидность снижалась из-за налоговых платежей второй половины октября, а с другой – сентябрь был первым месяцем в этом году, когда ЦБ не покупал валюту, а, наоборот, продал ее более чем на 1 млрд долл. Судя по словам представителей Центробанка, а также просто по графику изменения курса бивалютной корзины, ситуация не изменилась и в первой половине октября – Банк России продолжил продажи.

Как упоминалось выше, мы не ожидаем устойчивого давления на рубль в сторону снижения курса, более того – недостаток свободных рублей автоматически оказывает поддерживающее влияние на курс национальной валюты. Именно поэтому мы не думаем, что отток рублей из финансовой системы в ЦБ через валютный рынок продолжится в среднесрочной перспективе. Что же касается налоговых платежей, они закончились до второй половины ноября, так что с началом следующего месяца объем резервов банков в ЦБ частично восстановится.

Что касается ставок, сокращение ликвидности пока не привело к тяжелым последствиям – ставка овернайт подросла до 3,5% против своего обычного диапазона 2,5–2,75%, что в целом соответствует

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

пику конца июля текущего года, когда ставки также подросли на квартальных налогах. Тем временем 3-месячный Mosprime практически не изменился, оставшись на уровне 3,75%. С началом ноября короткие ставки должны быстро возвратиться к своему нормальному уровню (ниже 3%), и в целом до конца года мы не ожидаем существенных проблем на денежном рынке, особенно учитывая, что во второй половине декабря начнется обычное накопление остатков для перехода в новый 2011 год.

## Долгосрочные рублевые ставки

### Без движения

После небольшого ралли в сентябре в последние недели рублевые облигации стоят на месте. С нашей точки зрения, это является показателем силы рынка, поскольку на него последовательно действовали два негативных фактора – сначала падающий рубль, а затем – подросшие короткие ставки. Среднесрочная перспектива продолжает выглядеть очень неплохо – устойчивого снижения курса рубля мы не ожидаем, ставки денежного рынка останутся низкими вследствие предновогоднего накопления ликвидности, инфляция еще может преподнести негативные сюрпризы, однако, как мы писали выше, фундаментальных оснований для ее разгона, кроме разве что инфляционных ожиданий, нет.

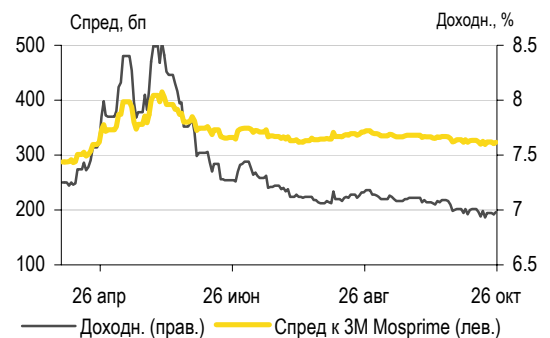
Если посмотреть на кривую ОФЗ, в апреле 2007 г., то есть до начала кризиса, четырехлетняя дюрация приблизительно соответствовала доходности 6,25%, тогда как сейчас длинные госбумаги предлагают 7%. За это время ставка рефинансирования снизилась на 275 б.п., 12-месячная инфляция сейчас также ниже на 1 п.п.

Что касается корпоративных бумаг, по некоторым из них (например, по облигациям Газпрома) доходность на длинном конце практически сравнялась с докризисной, однако наклон кривой отличается разительно. Мы уже не раз обращали внимание инвесторов на то, что изменение доходности вдоль кривой в диапазоне 1–4 года до погашения составляет 50 б.п. за один год. В этих условиях при исходной дюрации бумаги в 3–4 года не требуется никакого движения рынка для получения дополнительной доходности сверх купона – бумага сама будет прибавлять в цене за счет движения вдоль кривой при сокращении срока до погашения/оферты.

Соответственно, мы продолжаем рекомендовать покупки в рублевых облигациях 3–4-летней дюрации, причем даже наиболее качественные инструменты, например ОФЗ, не должны исключаться из рассмотрения. Очевидным риском для такой стратегии является теоретически возможное повышение ставок со стороны ЦБ, однако, с нашей точки зрения, оно (а) вряд ли произойдет в этом году, (б) если вообще будет иметь место, то не будет значительным по масштабу и (в) может в долгосрочной перспективе смениться новым понижением.

В глобальном контексте рублевые ставки (как короткие, так и длинные) до сих пор очень высоки, и мы предлагаем этим пользоваться, поскольку не прогнозируем долгосрочной слабости рубля.

### Газпром-11



Источник: 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, 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

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, 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, grischenkovan@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятов, 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, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushsds@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  
Александр Шелестович, shelestoviav@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 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