

### ФЕДРЕЗЕРВ ПРОДЛИЛ ДЕЙСТВИЕ ОПЕРАЦИИ «ТВИСТ» ЕЩЕ НА ПОЛГОДА

#### Мы понижаем наш прогноз доходности US Treasuries

**Комитет по открытым рынкам подтвердил опасения, связанные с перспективами экономического роста.** Как следует из коммюнике, выпущенного по итогам завершившегося в среду заседания Комитета по открытым рынкам, риск торможения экономики по-прежнему остается главным объектом беспокойства для ФРС. По прогнозу Федрезерва, инфляция в среднесрочной перспективе не превысит целевого уровня, что допускает возможность дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Как следствие, ставка по федеральным фондам может остаться на исключительно низком уровне до конца 2014 г., и ФРС решила продлить действие программы «Твист» еще на полгода, в течение которых американский центробанк будет выкупать с рынка казначейские облигации со сроками обращения от 6 до 30 лет на общую сумму 267 млрд долл. и параллельно продавать и погашать госбумаги, срок погашения которых не превышает три года.

#### ФРС продолжит ограничивать долгосрочные долларовые ставки

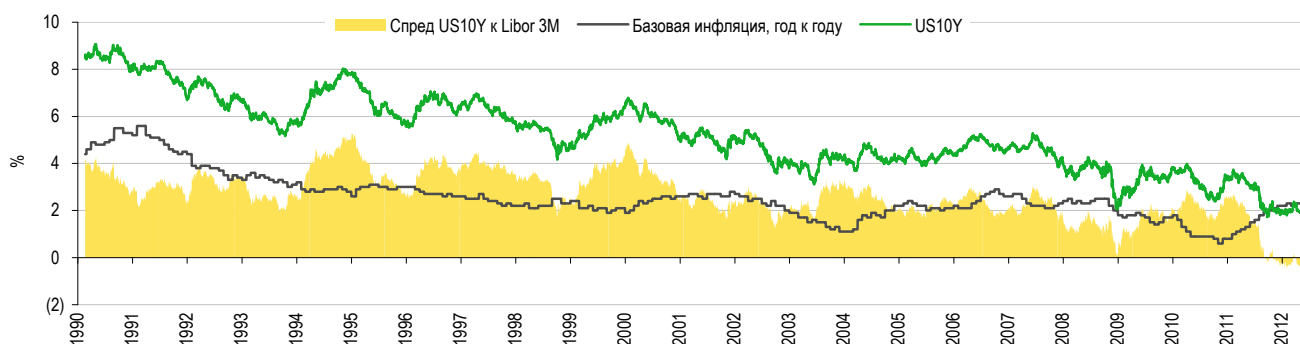
Прогноз УРАЛСИБа			
	2010	2011	2012П
<b>долл.</b>			
Доходность US10Y, %	2,9	1,9	2,25
Доходность Russia30, %	4,7	4,6	3,50
Спред Russia30, б.п.	180	270	125
<b>руб.</b>			
Ставка рефинансирования ЦБ, %	7,75	8,00	7,5
Овернайт, %	3,25	5,00	4,5-4,75
Доходность пятилетних ОФЗ, %	7,25	8,15	7,25

Источники: оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

**Пора сдержать слово и пересмотреть наш прогноз доходности US Treasuries.** В нашей стратегии на 2 п/г 2012 г., опубликованной в мае, мы не стали менять наш прогноз доходности десятилетних US Treasuries на конец 2012 г. и оставили его на достаточно высоком уровне 3,5%, отметив, что он будет скорректирован после того, как ФРС 20 июня определится с дальнейшей судьбой операции «Твист». Сейчас, когда решение принято, пришло время для переоценки перспектив долгосрочных Treasuries, выступающих в качестве базового актива для российского суверенного долга.

#### Доходность десятилетних казначейских облигаций США ниже базовой инфляции

Наклон кривой US10Y и базовая инфляция в США



Источники: Bloomberg

**Базовая инфляция в США стабилизировалась, но остается высокой.** Как видно на графике выше, после непрерывного роста на протяжении всего 2011 г., базовый индекс потребительских цен в США в мае 2012 г. третий месяц подряд остался на отметке 2,3%. На фоне слабых перспектив цен на товарно-сырьевые активы ФРС ожидает некоторого замедления инфляции в дальнейшем. Кстати, принятое Федрезервом решение продлить операцию «Твист», вместо того чтобы приступить к очередному раунду количественного смягчения, также свидетельствует о том, что ФРС видит в удорожании сырья одну из главных угроз для экономического роста. В то же время, согласно нашему макроэкономическому прогнозу, среднегодовая цена нефти Urals в 3 кв. составит 100 долл./барр., а в 4 кв. она повысится до 105 долл./барр., что не предполагает чрезмерного падения цен на сырье. Как следствие, мы полагаем, что базовая инфляция в США к концу 2012 г., скорее всего, составит 1,8–2%.

**Наш новый прогноз доходности US10Y на конец 2012 г. равен 2,25%.** В настоящий момент доходность US10Y составляет 1,65%, что на 65 б.п. ниже уровня базовой инфляции (год к году). Этот дисконт – беспрецедентный с 1980 г. – образовался в конце 2011 г. вследствие действия операции «Твист». В мае, когда аппетит инвесторов к риску упал до минимального уровня на фоне новой волны европейского кризиса, дисконт резко увеличился. По нашему мнению, он

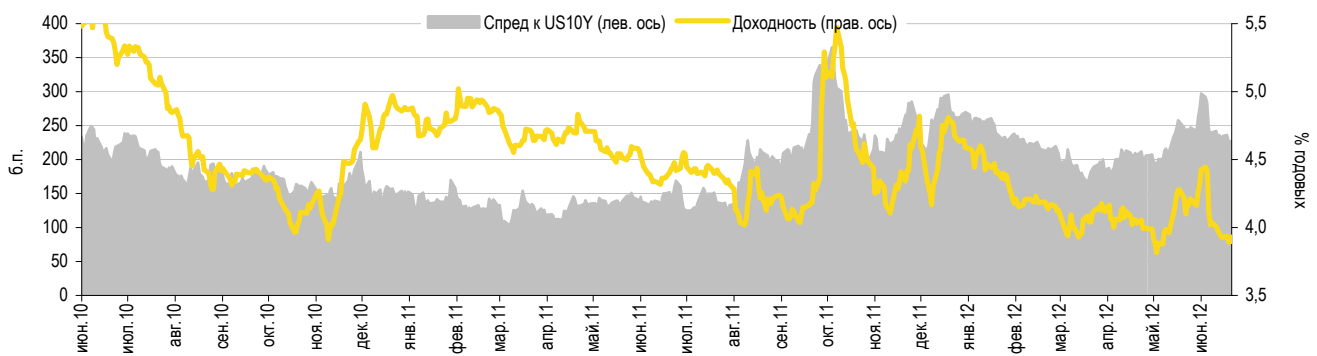
вряд ли сохранится в течение длительного времени, и если в 4 кв. в европейской экономике появятся признаки улучшения, доходность US10Y к концу года будет демонстрировать тенденцию к росту, тогда как инфляция, как указывалось выше, будет снижаться. Таким образом, уровень 2,25% представляется нам справедливой доходностью US10Y в декабре 2012 г.

### Ограничение доходности казначейских облигаций снижает рыночный риск российского внешнего долга.

Продление операции «Твист» уменьшает риск заметного повышения доходности казначейских бумаг в ближайшие полгода. В то же время мы уже отмечали, что считаем нынешний российский кредитный спред неоправданно широким. Российский бенчмарк Russia'30 в настоящее время торгуется с доходностью к погашению на уровне 3,9%, или спредом 225 б.п. к US10Y. Наш прогноз спреда на конец года равен 125 б.п. – то есть мы ожидаем, что восприятие инвесторами российского суверенного риска вернется на уровень 1 п/г 2011 г. Как упоминалось выше, в основе этого прогноза лежат предположения, что среднегодовая цена нефти Urals в 2012 г. останется на уровне 108 долл./барр., а экономика Европы в 4 кв. начнет восстанавливаться. При прогнозе спреда Russia'30 на конец 2012 г. на уровне 125 б.п. наш новый прогноз доходности US10Y на конец года (2,25%) предполагает доходность российского бенчмарка к концу 2012 г. в размере 3,5%, что приблизительно на 40 б.п. ниже, чем сейчас. В ценовом выражении это соответствует примерно 122% от номинала, или двухпроцентному росту с нынешнего уровня, помимо весьма внушительного купона, равного 7,5% годовых. Безусловно, при снижении доходности удлинение дюрации не может навредить: Russia'42, торгуемая в настоящее время на уровне YtM 5,2%, обещает повышение цены при нашем сценарии по меньшей мере на 4,5%.

### Российский долг стоит дешево

Russia'30 и его спред к US10Y

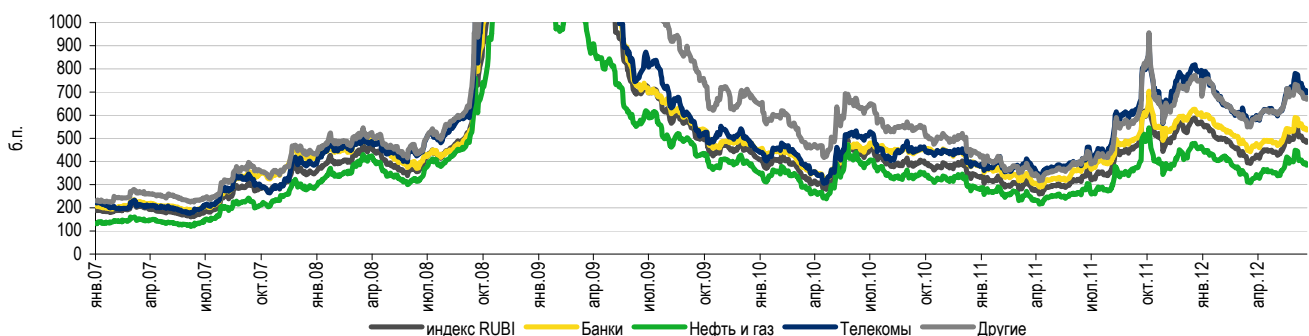


Источники: Bloomberg

**В целом эффект должен быть позитивным.** Значительный потенциал роста доходности UST ранее заставлял нас избегать излишнего рыночного риска в долларовых бондах. Сейчас же мы добавляем Russia'42 в список рекомендуемых бумаг, в который раньше из числа суверенных выпусков входил только Russia'30. Кроме того, продление программы «Твист» укрепило нас во мнении, что российские корпоративные еврооблигации предлагают особенно привлекательные инвестиционные возможности. Наш график, отображающий спред индекса JP Morgan RUBI и его составляющих, показывает, что даже наиболее защищенный нефтегазовый сектор (с рейтингом инвестиционного уровня) теперь обладает потенциалом сокращения спреда к уровню апреля 2011 г., равным почти 200 б.п., тогда как по суверенным бумагам его величина составляет 100 б.п. Что касается выбора конкретных корпоративных бумаг, наши рекомендации подробно изложены в июньской стратегии, поэтому в настоящем отчете мы лишь добавим, что снижение прогноза доходности UST заметно повышает ожидаемый доход всех облигаций, а в особенности длинных и ликвидных бумаг.

### Значительный потенциал сжатия спреда

Спред индекса российских корпоративных евробондов JP Morgan RUBI и его компонентов



Источники: JP Morgan

## 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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, grischenkovane@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, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsvd@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012