

### Казначейские облигации США

#### ФРС будет печатать деньги, ЕЦБ (предположительно) не будет

Два крупнейших центральных банка мира наконец выполнили свои обещания принять дополнительные меры по поддержке финансовых рынков и ослабевающего экономического роста в ЕС и США.

Вкратце:

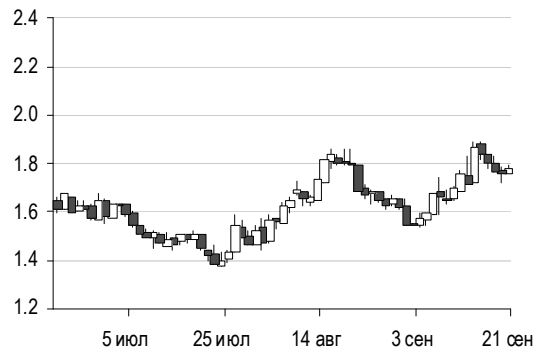
- ЕЦБ пообещал купить неограниченные объемы суверенного долга, но отметил, что (а) покупки будут полностью стерилизованы и (б) страна, чьи долги будут выкупаться, должна быть допущена к участию в одной из европейских программ поддержки, то есть официально обратиться за финансовой помощью.
- ФРС решила запустить печатный станок для приобретения ипотечных ценных бумаг на сумму 40 млрд долл. ежемесячно в течение фактически неопределенного времени – пока не наступит значительное улучшение ситуации на рынке труда США.

В какой-то мере два этих решения в совокупности способны негативно отразиться на фундаментальной устойчивости экономики Европы, поскольку печатание долларов при отсутствии эмиссии евро создает предпосылки для повышения стоимости сырьевых активов и укрепления евро, что, в свою очередь, может привести к углублению экономического спада.

Что касается Treasuries, последнее решение ФРС не затрагивает их напрямую, поэтому самым важным фактором на этом рынке остается операция «Твист». В этой связи возникает вопрос, что придет ей на смену (срок действия программы истекает в декабре). Некоторые аналитики предсказывают, что ФРС в какой-то момент возобновит покупку Treasuries, однако дальнейшие шаги регулятора в сфере денежно-кредитной политики, вне всякого сомнения, будут практически полностью зависеть от состояния макроэкономических индикаторов в США в октябре–ноябре. Сейчас базовая инфляция в США лишь немногим ниже целевого уровня Федерзверва (2%), что ограничивает возможности ФРС в части увеличения денежной массы. Это, на наш взгляд, является основной причиной, по которой ФРС выбрала относительно небольшую сумму (40 млрд долл. в месяц) для покупки ипотечных облигаций.

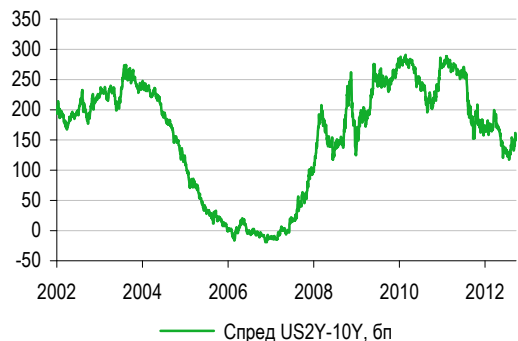
Больше всего нас беспокоит то, что может произойти, если даже с учетом этих стимулирующих мер экономический рост США продолжит замедляться и/или оживление в европейской экономике не начнется в 2013 г. Безусловно, в такой ситуации нельзя исключать принятие дальнейших, более серьезных мер поддержки, однако в какой-то момент все больше участников рынка начнет осознавать, что простого выхода из нынешнего кризиса просто не существует. Между тем объявленные в сентябре меры были положительно восприняты на финансовых рынках и придали импульс к росту котировкам акций по всему миру, подбросив американские

#### 10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

#### Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

#### CDS-спред стран еврозоны, б.п.



Источник: Bloomberg

биржевые индексы в направлении пиковых значений 2007 г. Опять же не ясно, будут ли такие уровни оправданными, если темпы экономического роста в США в 2013 г. окажутся ниже 2%, что вполне возможно, учитывая отсутствие решения по истекающим налоговым льготам.

Возвращаясь к Treasuries, десятилетние казначейские облигации в настоящее время торгуются с доходностью 1,78%, что практически полностью соответствует уровню месячной давности. Опять-таки – вопрос, что последует за операцией «Твист», остается открытым, и поэтому мы ожидаем небольшого роста доходностей американских казначейских облигаций к концу года. Наш прогноз доходности US10Y на конец 2012 г. остается на уровне 2,25%.

## Российский суверенный долг

### Долг становится дорогим

Russia'30 в настоящее время торгуется с доходностью к погашению 2,97% против 3,17% месяцем ранее. Спред российского бенчмарка к US10Y составляет 119 б.п., сузившись со 135 б.п. в конце августа. Такой спред – 115–120 б.п. – ранее наблюдался в 1 п/г 2011 г., а уровень в 100 б.п. выглядит уже труднопреодолимым.

Конечно, в 2007 г. величина спреда составляла 90 б.п., однако такая ситуация сохранялась лишь в течение ограниченного периода, кроме того, тогда ряд фундаментальных параметров носил совершенно иной характер (внушительный размер профицита бюджета и торгового баланса, небольшой нефтяной дефицит, приток капитала). Соответственно, если наш прогноз US10Y окажется верным, доходность Russia'30 вырастет примерно до 3,5%, что предполагает отрицательную доходность за период от текущего момента до конца года.

Между тем корпоративные еврооблигации российских заемщиков, согласно данным индекса JP Morgan CEMBI, в настоящее время торгуются со спредом 400 б.п. к казначейским облигациям США, тогда как в 1 п/г 2011 г. спред составлял около 300 б.п. Как следствие, мы видим потенциал сжатия корпоративного спреда на 100 б.п. в ближайшее время, что обещает компенсировать незначительное повышение доходности UST, если такое произойдет.

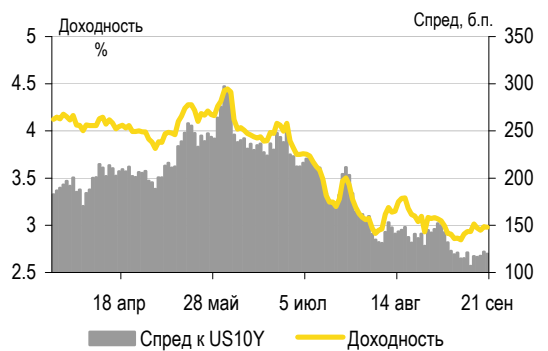
Таким образом, по сравнению с корпоративными еврооблигациями российский суверенный долг с его узким спредом сейчас не обладает достаточной инвестиционной привлекательностью, и, как следствие, мы советуем наращивать долю корпоративных бумаг в портфеле. В то же время на фоне других развивающихся рынков Россия с ее позитивной динамикой бюджета и низкой долговой нагрузкой, по-прежнему выглядит недооцененной, что подтверждается сохраняющейся премией (см. график справа вверху) в размере 40–50 б.п. к доходностям Бразилии и Мексики – государств, имеющих в целом те же кредитные рейтинги, что и Россия. Таким образом, в контексте суверенного долга мы рекомендуем поддерживать избыточный вес России в портфеле развивающихся экономик.

### Спред РФ к аналогам, 5-летние CDS, б.п.



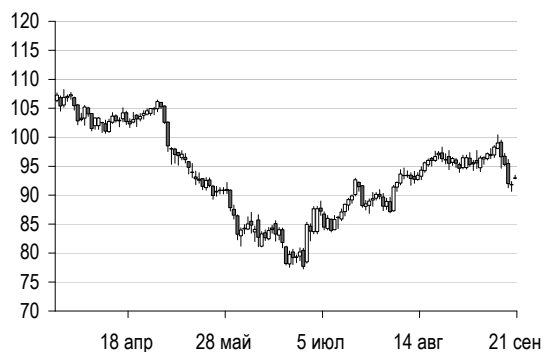
Источник: Bloomberg

### Россия '30



Источник: Bloomberg

### Фьючерсы NYMEX, долл./барр.



Источник: Bloomberg

## Макроэкономика

### Бюджетный профицит растет, торговый – сокращается

В августе профицит бюджета составил 244 млрд руб., а с начала года – 529 млрд руб. Финансовое положение России по-прежнему устойчивое: шесть месяцев подряд баланс бюджета положительный. И хотя аккумулированный профицит, как это обычно бывает, будет полностью израсходован в декабре, по итогам 2012 г. правительство ожидает, что бюджетный дефицит будет близким к нулю – порядка 143 млрд руб., или 0,2% ВВП. Официальный прогноз дефицита в 2013 г. равен 0,8% ВВП, а по нашей оценке, показатель составит 1,1% ВВП. Впрочем, разница, конечно, невелика.

Несмотря на значительное ослабление рубля в июне, данные о торговом балансе за июль отразили сальдо в размере 11,05 млрд долл. – минимальное с ноября 2010 г. Такой результат обусловлен ростом импорта на фоне стагнации экспорта. В августе–сентябре профицит торгового баланса, вероятно, будет несколько шире по причине роста цен на нефть, но в целом, в отличие от бюджета, который в среднесрочной перспективе вряд ли даст властям основания для беспокойства, сальдо счета текущих операций довольно скоро может стать проблемой, особенно если правительству не удастся решить проблему оттока капитала (новый официальный прогноз на 2012 г. составляет минус 65 млрд долл.).

Согласно сообщению ЦБ, на 10 сентября потребительская инфляция в России достигла 6,3% год к году, что на 0,3% превышает ее пороговое значение, установленное ЦБ на 2012 г. По нашему мнению, потребительские цены по итогам года вырастут на 6,7%, однако падение урожая зерновых по всему миру в связи с засухой создает риски превышения нашего прогноза.

## Обменный курс рубля

### Все факторы играют в пользу роста

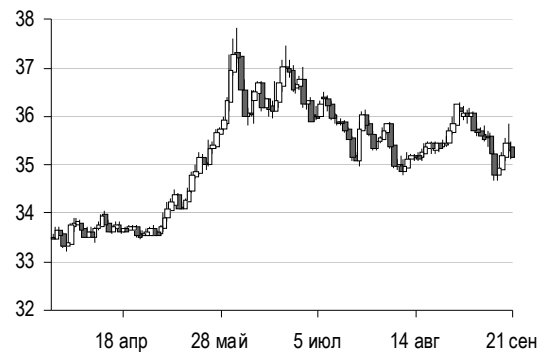
На заседании 13 сентября ЦБ неожиданно повысил ключевые ставки на 25 б.п., и в тот же день ФРС объявила о начале третьего этапа количественного смягчения. Смягчение денежно-кредитной политики в США при ее некотором ужесточении в России явно пойдет на пользу рублю.

Между тем рубль укрепляется довольно медленно: по отношению к доллару российская валюта за месяц подорожала лишь на 1,8%, а ее рост к бивалютной корзине составил всего 0,4%. Причина здесь, очевидно, кроется в снижении нефтяных котировок – смесь Urals в указанный период подешевела на 2,6%.

В нашем отчете от 16 августа «Перед лицом новой волны кризиса: оценка готовности России к возможным глобальным потрясениям» мы отмечали, что зависимость рубля от нефти из года в год только усиливается, а в 2012 г. корреляция ежедневного изменения курса рубля к доллару с ценой на нефть превышает 60%, что является историческим максимумом. В то же время даже с этой точки зрения сентябрьское решение Комитета по открытым рынкам ФРС положительно для рубля, поскольку долларовая эмиссия явно окажет поддержку ценам на нефть в долларовом выражении.

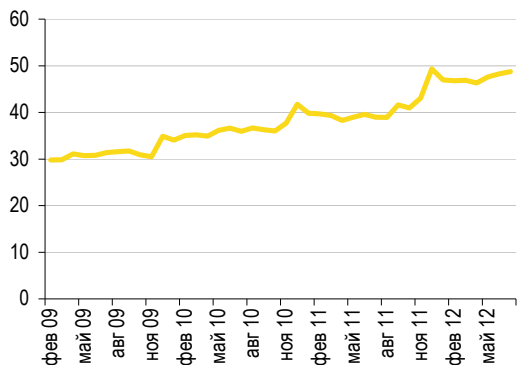
Исходя из нашего прогноза обменного курса на конец 2012 г.,

Курс бивалютной корзины, руб.



Источник: Bloomberg

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб./долл.



Источник: ЦБР

равного 29,94 руб./долл., в настоящее время рубль недооценен на 4,2%. В конце 2013 г. мы ожидаем курса на уровне 30,51 руб./долл. при среднегодовой цене нефти Urals 108,3 долл./барр.

## Российский денежный рынок

### Неоднозначная ситуация

В августе градус напряженности на денежном рынке существенно снизился по сравнению с пиком дефицита ликвидности в мае–июне, когда ставка МБК по однодневным кредитам зачастую превышала 6%. В начале сентября ставка овернайт упала до минимальных 4,5%, однако сейчас она вновь достигла 6%.

Мы связывали относительно спокойную ситуацию в августе с заметным падением темпов роста кредитования в июле, однако банковская статистика за август отразила возобновление роста кредитных портфелей банков. Кроме того, 13 сентября ЦБ непосредственно поднял короткий конец рублевой кривой на 25 б.п.

Некоторая нехватка ликвидности в сентябре также может объясняться тем, что на протяжении месяца ЦБ осуществлял интервенции в поддержку рубля. По состоянию на 24 сентября регулятор купил 18,6 млрд руб., продав около 500 млн долл. По всей видимости, в ЦБ надеются, что укрепление рубля поможет сдержать рост инфляции в сентябре в связи с индексацией тарифов ЖКХ 1 сентября.

Невзирая на ряд временных сложностей, мы ожидаем постепенного улучшения ситуации на рублевом денежном рынке в ближайшие 6–12 месяцев по следующим причинам:

- нынешние условия доступа российских банков к капиталу более благоприятны, чем в любой момент начиная с августа 2011 г.;
- рост кредитования продолжит замедляться до долгосрочных устойчивых темпов на уровне 20%;
- Перспективы нефти (основного источника ликвидности в России), получившей поддержку от ФРС, выглядят весьма устойчиво.

Как следствие, наш прогноз ставки МБК по однодневным кредитам на конец 2012 г. по-прежнему составляет 4,5–4,75%.

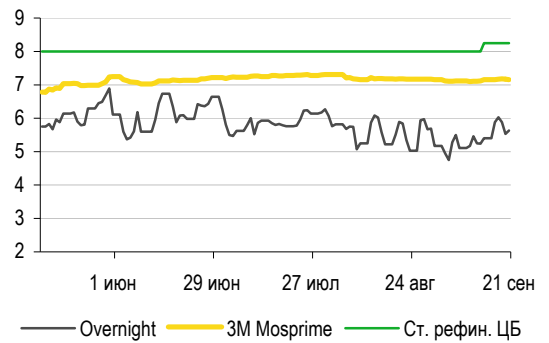
## Долгосрочные рублевые ставки

### Консолидация продолжается, Euroclear задерживается

В настоящий момент доходность ОФЗ в пятилетней точке кривой составляет 7,54%, что практически соответствует уровню, на котором она находилась месяц назад (7,58%).

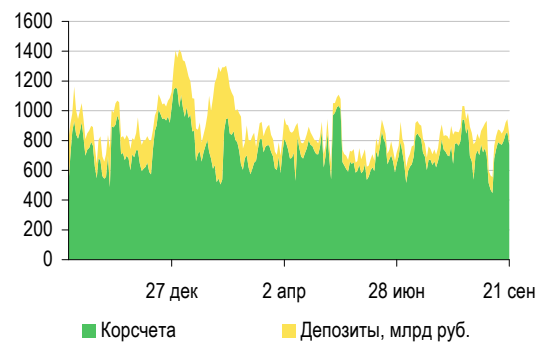
Главное событие на локальном рынке облигаций, которого с нетерпением ожидают инвесторы, – давно обещанный приход в Россию расчетной системы Euroclear. В этом месяце Euroclear объявила, что планирует запустить расчеты по рублевым облигациям в декабре–январе, то есть позже, чем ожидалось ранее. И хотя эта новость может рассматриваться как негативная, тот факт, что на этот раз обещание дал непосредственно банк Euroclear, укрепил

Ставки денежного рынка, %



Источник: Bloomberg

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

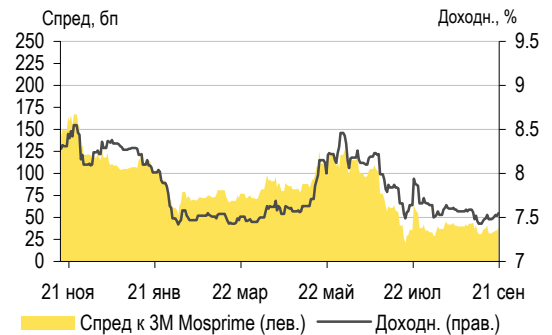
уверенность инвесторов в скорой либерализации. Как следствие, немедленной распродажи после заявления не последовало.

Что касается наклона кривой, то, как показано на графике справа, где желтая зона представляет собой разницу между доходностью пятилетних ОФЗ и трехмесячной ставкой MosPrime, наклон сейчас минимален: с середины июля спред составляет 25–30 б.п. Таким образом, непосредственный потенциал роста долгосрочных ОФЗ, по-видимому, также ограничен. Вместе с тем столь значимое позитивное событие, как приход Euroclear, не может быть проигнорировано рынком, и мы по-прежнему ожидаем некоторого снижения доходности на длинном конце кривой, сохраняя прогноз доходности пятилетних ОФЗ в конце этого года на уровне 7,25% (как указывалось выше, мы также ожидаем снижения ставок денежного рынка).

Помимо Euroclear, есть еще один фактор, способный ослабить повышательное давление на доходности ОФЗ в ближайшие пару лет. На фоне планов правительства сосредоточиться на сокращении нефтяного дефицита и, соответственно, на наращивании резервов вместо увеличения долга Минфин понизил прогноз объемов внутренних заимствований. В частности, согласно текущему проекту бюджета, в 2013 г. на внутреннем рынке предполагается разместить государственные облигации на сумму всего 448 млрд руб. – намного меньше запланированного показателя (традиционно этот объем превышал 1 трлн руб.). Мы не уверены, что сокращение объема новых размещений до уровня ниже 500 млрд руб. можно эффективно совместить на практике с дефицитом бюджета на уровне 0,8% ВВП (официальный прогноз), однако стремление Минфина ограничить внутренние заимствования вместо их активного наращивания – хорошая новость для котировок ОФЗ.

В корпоративном сегменте позитивные тенденции, отмечающиеся на мировых рынках в связи с недавними решениями ЕЦБ и ФРС, сулят постепенное сокращение российской премии за риск, заметно выросшей с августа 2011 г. Помимо в целом положительных последствий для цен на активы и рубля, это поможет сократить спред между рублевыми корпоративными облигациями и ОФЗ до уровня 1 п/г 2011 г., когда он составлял в среднем менее 100 б.п., с нынешних 150–170 б.п.

### ОФЗ 26206 (5 лет)



Источник: Bloomberg, ММВБ

## 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

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 Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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