



### КОМПАС РЫНКА

#### US Treasuries

Как видно на графике справа, на прошедшей неделе 10-летние облигации казначейства США протестировали в направлении вниз уровень 4,4%, а затем скорректировались в доходности вверх, дойдя до отметки 4,55%.

Последнее движение происходило на фоне выхода положительных экономических данных, среди которых наиболее существенными оказались индекс ISM Non-manufacturing, который в декабре превысил прогноз, опровергнув ожидания, что снижение экономической активности, отмечающееся в производственной сфере, может перелиться в сферу услуг, а также данные рынка труда за ноябрь (payrolls), которые продемонстрировали, что американская экономика продолжает создавать новые рабочие места относительно неплохим темпом.

С фундаментальной точки зрения большое влияние на будущее краткосрочное движения Treasuries может оказать сегодняшнее заседание FOMC, комментарии к решению которого могут дать ответ на вопрос о том, какая тенденция является для ФРС более существенной: видимое снижение инфляции вместе с замедлением роста на рынке недвижимости и в производстве, либо устойчивая ситуация в сфере услуг и, соответственно, хорошее состояние рынка труда.

С технической точки зрения, произошедшая в последние дни коррекция не ставит пока под сомнение общий повышательный ценовой тренд на рынке Treasuries, наблюдаемый с начала июля 2006 года. Ближайшей целью остается полоса 4,25-4,3%, соответствующая предыдущему локальному минимуму доходности, отмеченному 18 января 2006 года. Мы также не исключаем, что рост Treasuries на этой отметке не остановится, и конечной точкой в укреплении US10Y может стать более дальняя цель – 4,1%.

Коррекции вверх (в доходности) продолжают быть ограничены уровнем 4,55%, а затем – отметкой 4,65%, где US10Y встретят снижающуюся линию тренда, базирующуюся на пиках 5 июля (5,24%) и 23 октября (4,84%).

В результате, наш взгляд на Treasuries остается позитивным.

#### Россия'30

Как показывает график справа, доходность России'30 на прошедшей неделе менялась очень мало, стабилизировавшись в диапазоне 5,54-5,58%. Однако из-за падения Treasuries спред России'30 к US10Y сократился со 113 до текущих 105bp.

Спред между сходными по дюрации Мексикой'15 и Россией'30 составляет сейчас 20bp, что не оправдано с фундаментальной точки зрения: рейтинги обеих стран по сути одинаковы, однако Россия обладает значительно большими возможностями по дальнейшей аккумуляции резервов и, соответственно, снижению чистого долга. Соответственно, представляется необоснованным, что Россия'30 платит премию по отношению к Мексике'15.

Помимо этого, если вернуться к спреду US10Y-Россия'30, он достиг своего минимума в сентябре 2005 года, когда на пике покупок еврооблигаций развивающихся рынков сократился до 95bp. С тех пор Россия пережила один апгрейд рейтинга от Moody's, два – от S&P и один от Fitch, а суверенный спред России'30 сейчас шире, чем был, почти на 20bp.

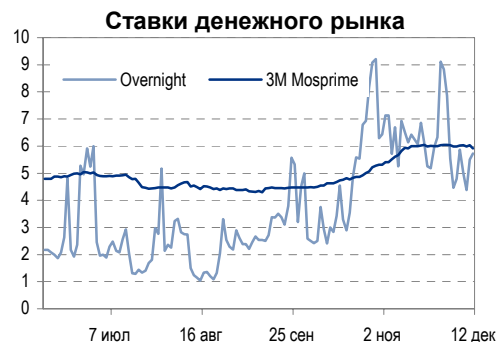
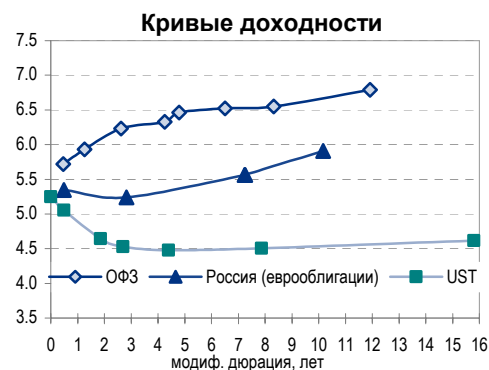
Соответственно, текущий суверенный спред России'30 все еще представляется неоправданно широким. Наша среднесрочная цель по нему остается на уровне 90bp, оставляя для России'30 небольшую подушку безопасности на случай продолжения падения Treasuries. С другой стороны, совершенно очевидно, что глубокое падение облигаций казначейства США рынок российских еврооблигаций компенсировать не сможет.

Суммируя сказанное и учитывая наше мнение по рынку Treasuries, высказанное выше, в настоящий момент мы смотрим на российские еврооблигации позитивно.

#### Внутренний денежный рынок

Полностью в рамках наших ожиданий ставки овернайт после недолгого «похода» ниже отметки 4% стабилизировались в диапазоне 4-6%, при этом 3-месячный Mosprime остается в районе 6%, приблизительно на процент выше своего «нормального» уровня.

Мы уже неоднократно писали, что до конца декабря ситуация не изменится: с одной стороны, впереди – период налоговых платежей, а с другой, во второй половине месяца ожидается приток не израсходованных ранее бюджетных средств. Таким





образом, возврат денежного рынка в спокойное состояние можно ожидать только в январе.

Если посмотреть историю, в январе 2006 года ставки овернайт опускались до 1%, однако при этом депозит tom-next ЦБ был равен 0,5% против 2,25% сейчас. Таким образом, в январе 2007 года короткие ставки можно ожидать на уровне 2,5-3%.

### Курс рубля

По тем же причинам, что и длинные Treasuries, курс евро по отношению к доллару скорректировался на прошлой неделе вниз до 1,3130 долл/евро и сейчас составляет 1,3250 долл/евро.

Соответственно, прошедшую коррекцию мы также считаем временным явлением, и в дальнейшем ожидаем продолжения движения евро вверх, к нашей цели 1,35 долл/евро. Когда евро достигнет этой отметки, рубль должен будет протестировать уровень 26 руб/долл.

### Долгосрочные рублевые ставки

ОФЗ 46018, которые мы используем в качестве ориентира на длинном конце кривой доходности, продолжили на прошлой неделе расти, сократив свою доходность до 6,52% - нового абсолютного минимума в истории этой бумаги.

Спред между ОФЗ 46018 и Россией'30 равен сейчас 95бп, что выглядит абсолютно неоправданным с фундаментальной точки зрения. Доля иностранных участников постепенно растет и в государственном секторе, поэтому, учитывая перспективу продолжения укрепления рубля в 2007 году, валютная премия такого размера выглядит слишком большой.

Исторический минимум спреда ОФЗ 46018-Россия'30 составляет 40бп, и мы не видим оснований, почему в 2007 году спред не может вернуться к этому уровню.

Таким образом, рост ОФЗ 46018, продемонстрированный в последние недели, никак не означает, что эти бумаги, да и весь длинный конец государственной кривой, стали относительно дороги.

С нашей точки зрения, просто за счет компрессии спреда к России'30, а также из-за очень вероятной компрессии спреда Россия'30-US10Y, ОФЗ 46018 в течение 2007 года вполне могут достигнуть уровня доходности 6%.

В результате, длинные рублевые бумаги можно сейчас признать привлекательными с точки зрения любого горизонта инвестирования.

### Вывод

- Наш взгляд на российские евробонды является **нейтральным** в долгосрочной перспективе, но **позитивным** в коротком горизонте.
- Рублевый долговой рынок выглядит **позитивно** для любых сроков вложения средств.





---

**Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами**

---

**Исполнительный директор, руководитель направления**

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

**Управление продаж**

Сергей Шемардов, начальник управления, she\_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov\_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar\_am@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, KuznetsovDE@uralsib.ru

**Управление торговли**

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor\_av@uralsib.ru

Чалов Вячеслав, трейдер, chalovVG@uralsib.ru

**Аналитика**

Дудкин Дмитрий, начальник управления, DudkinDI@uralsib.ru

Кити Панцхава, аналитик, PantskhavaKS@uralsib.ru

Надежда Мырсыкова, аналитик, Myr\_NV@uralsib.ru

---

**Бизнес-блок по рынкам долгового капитала**

---

Илья Зимин, директор, zimin@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim\_gg@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore\_vv@uralsib.ru

---

**Аналитическое управление**

---

**Руководители управления**

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

**Стратегия**

Наталья Майорова, аналитик, mai\_ng@uralsib.ru

**Нефть и газ / Энергетика**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kog\_an@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai\_ma@uralsib.ru

**Металлургия/Машиностроение**

Кирилл Чуйко, аналитик, chu\_ks@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@uralsib.ru

**Банки**

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vl@uralsib.ru

**Телекоммуникации**

Константин Чернышев, руководитель управления,

che\_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud\_sa@uralsib.ru

Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

**Потребительский сектор**

Андрей Никитин, аналитик, Nikitin\_AI@uralsib.ru

**Экономика России**

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@uralsib.ru

**Редактирование/Полиграфия/Перевод**

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),

bra\_ms@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор,

pro\_ja@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор,

pya\_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru\_jo@uralsib.ru

Ольга Симкина, переводчик/редактор, sim\_oa@uralsib.ru

**Интернет / Базы данных**

Андрей Богданович, специалист, BogdanovicAS@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень 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 2006