



### КОМПАС РЫНКА

#### US Treasuries

##### Разнонаправленные данные, в фокусе - инфляция

В пятницу в США были опубликованы данные динамики индекса цен производителей за март, а также апрельское значение индекса потребительской уверенности Michigan Confidence. PPI принес двоякую информацию: полный индекс вырос на 1% в сравнении с рыночным консенсусом +0,7%, тогда как базовый PPI (без еды и энергии) остался без изменения по сравнению с прогнозом +0,2%. Индекс Michigan Conf неожиданно снизился до 85,3 в сравнении с 88,4 месяцем ранее и прогнозом 87,5. Падение индекса может отражать тот факт, что ситуация в розничной торговле США плохо восстанавливается после замедления начала 2007 года. С другой стороны, данные динамики розничных продаж за март, опубликованные в понедельник, как раз свидетельствуют об обратном – рост продаж без учета автомобилей вырос за месяц на 0,8% по сравнению с падением на 0,1% месяцем ранее.

Что касается положения Treasuries, то, с нашей точки зрения, на фоне пятничных данных они должны были вырасти в цене (низкий базовый PPI вкуче с падением потребительской уверенности), однако на практике этого не произошло. Доходность 10-летних нот казначейства выросла с 4,73% при открытии до 4,76% вечером, а в понедельник скорректировалась вниз к 4,74%. Скорее всего, такая динамика была связана с фиксацией прибыли перед сегодняшней публикацией данных об индексе потребительских цен: уровень инфляции по-прежнему вызывает у экономистов самое большое беспокойство, и есть вероятность, что, если базовый CPI окажется в диапазоне 0,2-0,3%, продажи длинных Treasuries усилятся. Помимо этого, объяснением слабости US10Y может служить ускорение роста евро по отношению к доллару, угрожающее Treasuries возможным паритетом процентных ставок с Европой.

За прошедшую неделю смещение 10-летних нот в доходности было едва заметным. Соответственно, техническая картина движения US10Y пока остается прежней. Бумаги находятся сейчас близко к границе 4,8%, заданной нисходящим трендом, который ограничивает доходность 10-летних нот сверху с середины 2006 года. Если граница 4,8% будет преодолена, US10Y окажутся в более широком диапазоне, сформированном долгосрочными трендами – сверху это очень сильная нисходящая линия, берущая начало в 1989 году и проходящая сейчас через точку 5,08%, снизу – более короткий тренд, сформированный в 2003 году и проходящий через точку 4,5%.

Таким образом, при преодолении отметки 4,8% US10Y получают перспективу роста доходности до 5,08% с очень большой вероятностью разворота вниз вблизи этой отметки. Однако пока этого не произошло, остается актуальной и вероятность разворота вниз в доходности на уровне 4,8%, поэтому наш текущий взгляд на Treasuries не меняется и остается нейтральным.

На этой неделе повышенной волатильности Treasuries будут способствовать уже упомянутая сегодняшняя публикация данных о динамике индекса потребительских цен за март, а также рынка недвижимости (начало строительства новых домов и разрешения на строительство за март, публикация также сегодня) и индекс экономической активности Philadelphia Fed 19 апреля.

#### Россия'30

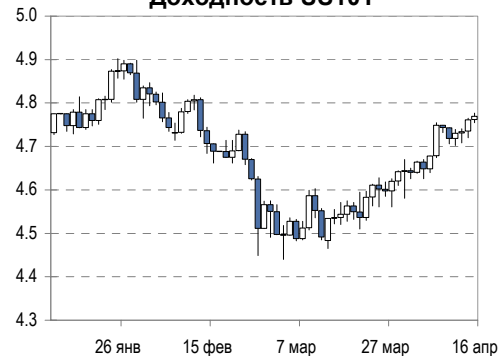
##### Выглядит дешево

Ориентир рынка Россия'30 в данный момент котируется по 112,9, что всего на 10бп выше уровня прошлой недели и соответствует доходности 5,73% и спреду к US10Y в размере 99бп.

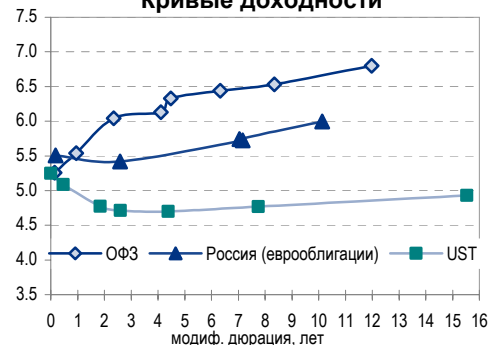
Представляется удивительным, что с сентября 2005 года, когда спред Россия'30-US10Y первый раз вплотную подошел к уровню 100бп, он не смог преодолеть эту отметку в своем движении вниз. Несмотря на бурные внешние события последнего времени (падение акций в Китае, кризис ипотечки в США), бумаги других развивающихся экономик пользовались большим спросом, чем российские еврооблигации: спред Россия'30 - Мексика'17 расширился с начала февраля 2007 года с -10 до текущих 20бп, спред Бразилия'17-Россия'30 сократился с 40 до 8бп – при том что композитный рейтинг Мексики такой же, как и у России, а у Бразилии – заметно слабее.

Таким образом, по сравнению с ситуацией февраля Россия'30 выглядит сейчас дешевле других облигаций развивающихся рынков – по меньшей мере на 30бп в доходности. Такое отставание России можно отчасти объяснить нервозностью инвесторов в отношении президентских выборов 2008 года, однако, с другой стороны, основной фактор стабильности российской экономики – цена на нефть – вызывает сейчас гораздо меньше беспокойства, чем в начале года.

Доходность US10Y



Кривые доходности



Россия'30



Ставки денежного рынка





Как следствие, наш взгляд на еврооблигации РФ является нейтральным в краткосрочной перспективе и умеренно положительным в долгосрочном горизонте, поскольку фундаментальные факторы просто обязаны привести суверенный спред России '30 к уровню 75бп.

## Внутренний денежный рынок

### Полет нормальный

Ситуация с ликвидностью в российской финансовой системе остается благоприятной. Несмотря на уплату ЕСН, пришедшую на понедельник, ставки overnight не поднимались в течение дня выше 3,5%, что очень неплохо, особенно на фоне ставок, сложившихся в первой половине марта, свободной от налоговых платежей.

Не вызывает сомнений, что достаточный объем ликвидности – прямое следствие ситуации на валютном рынке, то есть ускорившегося (в связи с ростом евро) укрепления рубля по отношению к доллару.

Следующие (после ЕСН) налоговые платежи распределены в апреле следующим образом: 20 апреля – НДС, 27 апреля – акцизы и НДС, 28 апреля – налог на прибыль. Помимо этого, сохраняется вероятность, что приток средств на рынок сократится ввиду их резервирования с целью участия в аукционах по активам ЮКОСа и предстоящем в мае IPO ВТБ. У последнего фактора есть и положительные аспекты: после поступления средств от IPO ВТБ должен будет их куда-то вкладывать, и первым кандидатом станет рынок рублевого долга, и особенно сектор ОФЗ.

Наш общий взгляд на рублевую ликвидность остается положительным: даже если ставки overnight будут подсакивать в моменты платежей, они вряд ли окажутся выше 6%. С началом мая и эти проблемы исчезнут.

## Курс рубля

### Вершина за вершиной

В настоящий момент единая валюта находится в точке 1,3550 долл/евро, проделав за прошлую неделю путь в более чем в 200 пипсов. Мы убеждены, что ослабление доллара в ближайшее время продолжится и евро дойдет по крайней мере до исторического максимума (1,3667 долл/евро). При этом нет никакой уверенности, что восходящий тренд единой валюты на этом выдохнется.

Соответственно, и рубль, который торговался вчера по 25,79 руб/долл (что на 19 копеек выше, чем неделю назад), можно в ближайшее время ожидать у отметки 25,6 руб/долл.

## Длинные рублевые ставки

### Ликвидность против Treasuries

За прошедшую неделю ситуация на длинном конце кривой ОФЗ изменилась мало – доходность ОФЗ 46018 составляет сейчас 6,54% (-1бп к прошлому понедельнику), доходность 30-летней ОФЗ 46020 также снизилась на 1бп до 6,8%.

Нет сомнений, что покупательская активность в ОФЗ ограничена сейчас подростовой доходностью Treasuries, тогда как достаточный объем рублевой ликвидности, напротив, поддерживает цены. Поскольку оба фактора, вероятнее всего, будут действовать и на этой неделе, до следующего понедельника в длинных ОФЗ можно прогнозировать развитие бокового тренда и низкую волатильность.

Оживления торговли можно ожидать в среду 18 апреля, когда состоится второй аукцион по размещению 5-летней ОФЗ 26199 объемом 15 млрд руб. Вполне возможно, что в момент аукциона Минфин будет готов предложить инвесторам некоторую премию к справедливому положению бумаги на кривой, чтобы разместить весь объем. Поскольку наш долгосрочный взгляд на ликвидность является позитивным, возможность получения премии означает, что в предстоящем аукционе нужно стараться участвовать в расчете на майскую спекулятивную прибыль.

Суммируя сказанное, можно отметить, рублевый долговой рынок сейчас обладает иммунитетом к падению ввиду достаточного объема свободных рублей, а в мае мы прогнозируем новое улучшение настроения рынка.

## Вывод

- Наш взгляд на российские евробонды остается **нейтральным** в коротком горизонте и **умеренно положительным** на срок порядка полугода.
- Рублевый долговой рынок выглядит **нейтрально** до конца месяца и **положительно** для более длительных сроков инвестирования.





## Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления  
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

### Бизнес-блок продаж и торговли

#### Руководитель бизнес-блока

Эдуард Колузанов, koluzanovea@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

Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru

Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

#### Редактирование / Перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

#### Управление торговли

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

Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

#### Аналитика

Дмитрий Дудкин, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru

Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru

Надежда Мырсыкова, аналитик, mur\_nv@uralsib.ru

### Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

#### Руководитель бизнес-блока

Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

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

Антон Лобанов, вед. эксперт, lob\_at@uralsib.ru

Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru

Галина Гудыма, гл. специалист, gud\_gi@uralsib.ru

Olga Stepanenko, специалист, stepanenkoa@uralsib.ru

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

Жапар Султанов, аналитик, sultanovzs@uralsib.ru

## Аналитическое управление по операциям с акциями

#### Руководители управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

#### Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru

#### Политика / Экономика

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

#### Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap\_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, CFA, kor\_an@uralsib.ru

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru

Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

#### Машиностроение

Александра Мельникова, ACCA, melnikovaas@uralsib.ru

#### Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления,  
che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

#### Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, Nikitinai@uralsib.ru

Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

#### Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghMS@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, chu\_ks@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, smolindv@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 2007