

15 сентября 2010

## Аналитический обзор

### Резюме по прогнозной динамике финансовых рынков и состоянию экономики:

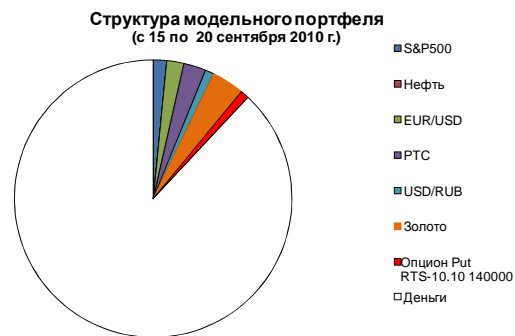
Ключевые данные этой недели – розничные продажи в США - превзошли ожидания рынка, однако, не вызвали заметного роста котировок. Если смотреть на динамику розничных продаж за последние полгода, то можно выделить даже нисходящий тренд. К тому же ключевая компонента, за счет которой розничные продажи смогли вырасти, по всей видимости, – инфляция, т.к. индекс розничных продаж в США не дефлируется в отличие от, например, данных из ЕС. Мы допускаем, что рыночные активы могут расти по причине инфляции, однако, в условиях слабого реального спроса, примером которого стало снижение продаж автомобилей и домов (в штуках, а не в долларах), инфляция все же должна постепенно сходить на нет. По этой причине, вышедшие макроданные не меняют принципиально наши нейтральные в сущности рекомендации по рынкам акций.

Мы хотим также отметить факт, что ЦБ Японии провел первую с 2004 г. интервенцию на валютном рынке. Факт интервенции значим, т.к. по сути это означает проведение дополнительной денежной эмиссии и рост ликвидности. Проведение эмиссии также защищает позицию Китая от признания этой страны как манипулятора валютным курсом. Одновременно это создает сложности по защите внутреннего рынка для США. Тем более, что ФРС, по всей видимости, пока не собирается принимать новый пакет мер количественного смягчения. По словам главы ФРС в Ричмонде (Jeffrey Lacker) пока рост экономики сохраняется, а инфляция остается в рамках 1-2%, нет необходимости в дополнительных мерах, в таких как выкуп дополнительных облигаций.

Наличие купленного в портфель опциона Put при небольшой позитивной рекомендации по индексу РТС отражает как низкую стоимость опционов, так и большую возможность пересмотра в будущем рекомендации по РТС в худшую сторону, нежели в лучшую.

**Итоговые рекомендации отражены в диаграммах (см. ниже) - «Сравнение перспектив ключевых финансовых рынков» и «Структура модельного портфеля»**

**В центре внимания:** Во второй половине этой недели интерес представляют данные по потребительской и производственной инфляции. Цены на импортные товары уже продемонстрировали рост (0,6% МоМ) сверх ожиданий (0,3%).



**США.** Данные за июль по рынку недвижимости в США можно охарактеризовать как негативные. Рынок недвижимости самостоятельно не может набрать обороты после завершения 30 апреля 2010 года стимулирующей программой (First-Time Home Buyers' Tax Credit).

**Объем розничных продаж** Розничные продажи выросли в августе по сравнению с июлем (0,4%). По всей видимости рост состоялся в первую очередь за счет инфляционной компоненты. Если смотреть на период полгода, то можно даже распознать нисходящий тренд по розничным продажам.

**Недельные данные с рынка труда (первичные обращения за пособиями по безработице)** не улучшаются и находятся в рамках бокового тренда уже в течение нескольких месяцев. За последние два месяца можно говорить даже о некотором увеличении обращений за пособиями по безработице. Вместе с тем данные по первичным обращениям за последнюю неделю, оказались вне этого негативного тренда.

**Китай.** Китайский индекс PMI в промышленности за август (51,7) оказался чуть лучше ожиданий (51,5) и предыдущего значения (51,2). Если смотреть на динамику индикатора с точки зрения тренда, то произошедшие улучшения незначительны. Это ключевой индикатор, скорее продолжает демонстрировать, что темп роста экономики Китая замедляется.

Вышедшие данные розничным продажам, по внешнеторговой деятельности и динамике объема производства устранили значительную часть негативных ожиданий

**Еврозона.** Текущий курс евро работает в пользу ориентированных на экспорт компаний, однако, запланированные сокращения госрасходов подорвут внутреннее потребление. Последняя волна роста CDS остановилась вблизи максимумов. Ситуация дифференцирована по странам. Рост опасений продолжается относительно Ирландии.

## ДОЛЛАР/ЕВРО

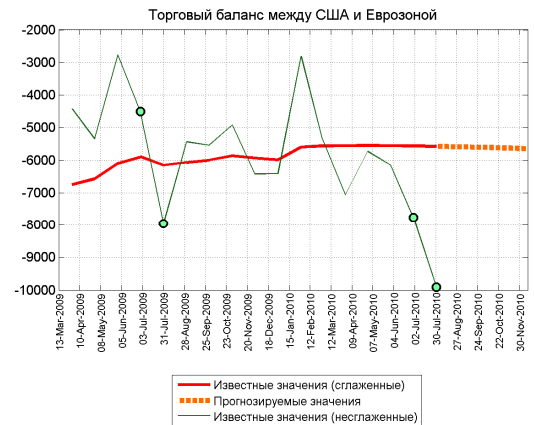
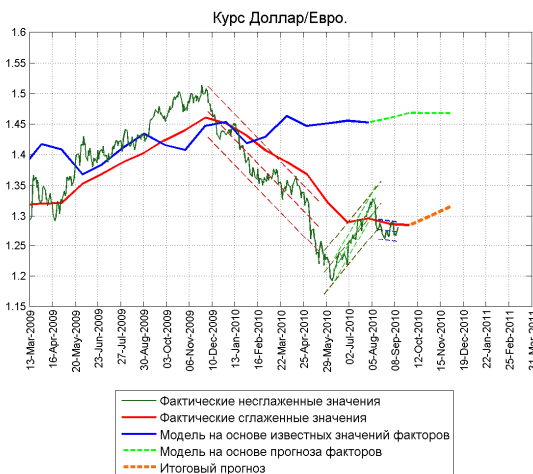
### За укрепление Евро

### За укрепление Доллара

**Среднесрочно: Укрепление евро.** Запланированный дефицит бюджета США на этот финансовый год (\$1,6 трлн.) предполагает дальнейшее наращивание госдолга. Снизившийся курс евро к доллару по причине раздутых проблем европейских госдолгов будет способствовать укреплению торгового баланса Еврозоны, что в свою очередь должно поддержать евро в среднесрочной перспективе.

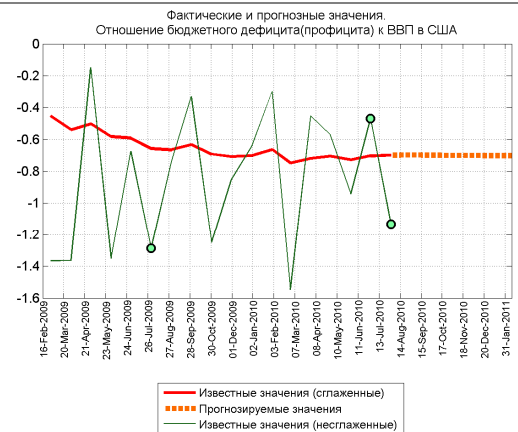
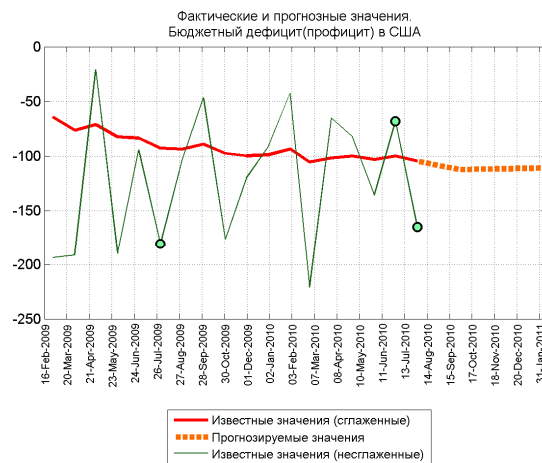
1) Ожидаемое наращивание размера госдолга и дефицита бюджета США;

1) Проблемы с госфинансами в Еврозоне;



**Локально: Укрепление евро.** CDS на долги европейских стран вновь вернулись к максимальным значениям. Вместе с тем, дефицит торгового баланса США (со странами Еврозоны) продолжает расширяться.

1) Продолжает расширяться дефицит торгового баланса США со странами Еврозоны (июль);



## РУБЛЬ

	15.09.2010	08.09.2010	01.09.2010	13.08.2010	17.06.2010	16.09.2009
Доллар/Рубль	31,0	30,8	30,7	30,5	30,9	30,6
Евро/Рубль	40,2	39,2	39,4	39,0	38,3	45,0
Корзина (55:45)/Рубль	35,1	34,6	34,6	34,3	34,3	37,0
Евро/Доллар	1,2982	1,2720	1,2809	1,2755	1,2389	1,4658

### За укрепление рубля

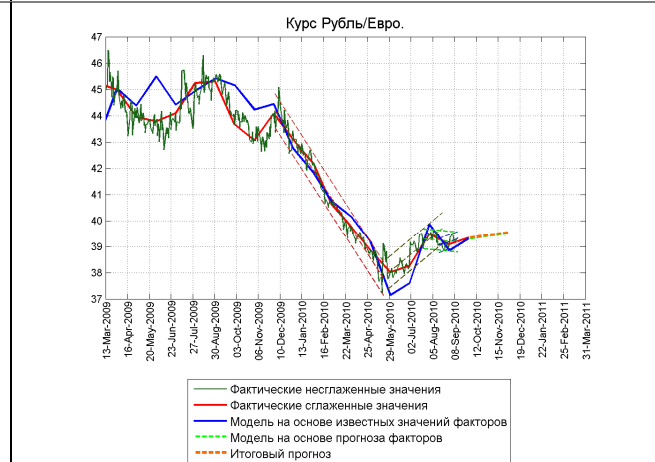
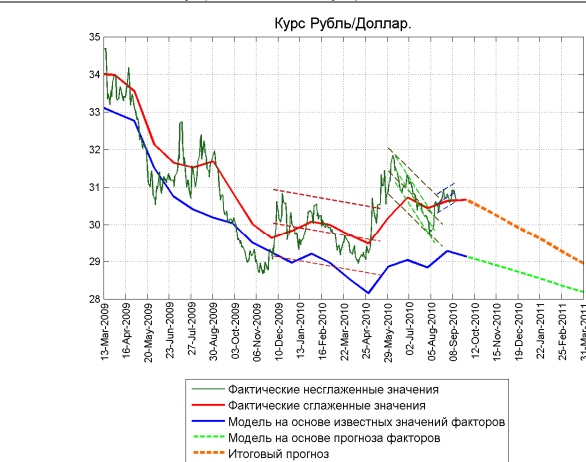
(за снижение стоимости корзины)

### За ослабление рубля

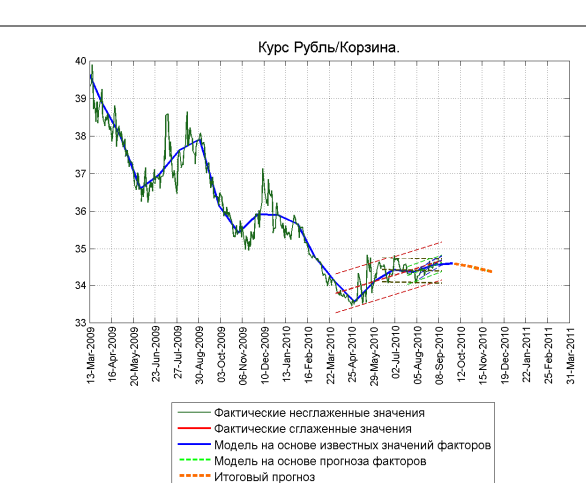
(за рост стоимости корзины)

**Среднесрочно: Укрепление рубля.** Сигналы замедления мировой экономики кажутся более явными и могут привести к уменьшению интереса к валютам развивающихся стран. Пока же мы все еще видим больше шансов для укрепления рубля, но ситуация может начать меняться в негативную сторону.

1) Рубль почти на 20% дешевле «докризисного уровня» (против корзины) при том, что валюты отдельных развивающихся стран этот уровень уже достигли или более существенно к нему приблизились;



**Локально: Укрепление рубля.** Рубль может укрепиться против доллара и корзины валют, что определено текущим относительно высоким уровнем цен на нефть.



## СУВЕРЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ РАЗВИТЫХ СТРАН

	15.09.2010	08.09.2010	01.09.2010	13.08.2010	17.06.2010	16.09.2009
UST 2	0,50	0,53	0,51	0,54	0,71	0,99
UST 10	2,70	2,66	2,58	2,68	3,19	3,48
UST 30	3,83	3,73	3,65	3,86	4,12	4,26
DE 3	0,74	0,61	0,61	0,59	0,52	1,25
DE 10	2,38	2,27	2,20	2,40	2,68	3,32
DE 30	3,01	2,84	2,76	3,16	3,42	4,06
RUS 30	4,44	4,42	4,39	4,54	5,38	6,27
Spread RUS 30 vs UST 10	174,6	176,1	181,3	185,8	218,7	279,2

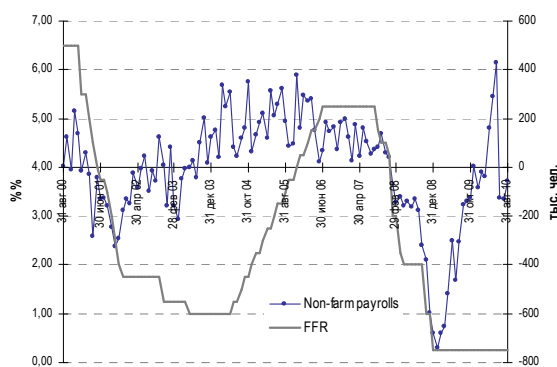
### T-bonds:

#### За снижение доходности

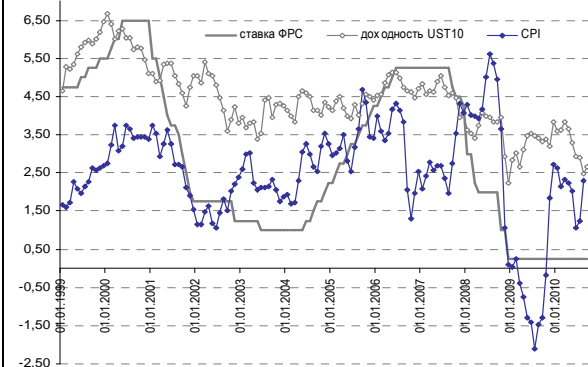
#### За рост доходности:

**Среднесрочно:** Данные по рынку труда США, которые являются одними из важнейших для определения фазы экономического цикла экономики продолжают выходить негативными. Слабое восстановление рынка труда, вкупе с низкой инфляцией означает, что ФРС, скорее всего, не станет повышать ставку еще несколько кварталов. Кроме того, рынок муссирует ожидания того, что ФЕД предпримет новые меры по выкупу Tbonds, для удержания их доходности на низком уровне. Поэтому сейчас наиболее вероятно **сохранение высокой волатильности и умеренное снижение доходности.**

#### Динамика занятости в США и ставки ФРС

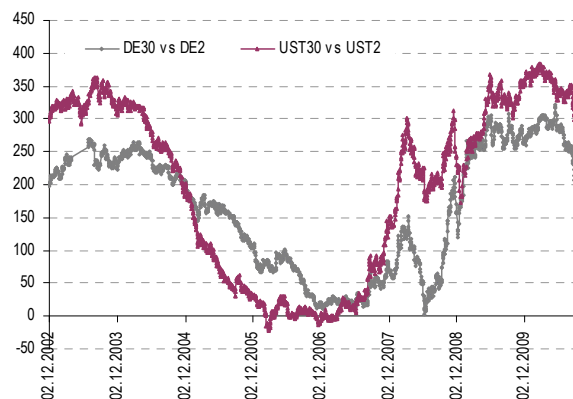


#### Динамика индекса потребительской инфляции в США, ставки ФРС США и доходности UST10

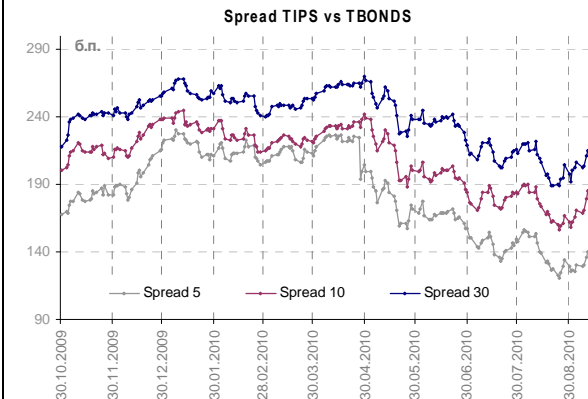


**Локально:** Доходность T-bonds показала умеренный рост на фоне того, что Банк Японии начал совершать интервенции для ограничения укрепления иены. Это выразилось в росте доходности, т.к. было воспринято участниками рынка в русле снижения потенциальных покупок T-bonds. В целом, рынок продолжает гадать, будет ли ФРС предпринимать новый выкуп своих облигаций после заседания 21 сентября. Поэтому раньше следующего вторника какой-либо ясности на рынке видимо не наступит.

#### Форма кривых Tbonds и Bundes Bonds



#### Инфляционные ожидания (спред доходности Tbonds vs TIPS)



## НЕФТЬ

	15.09.2010	08.09.2010	01.09.2010	13.08.2010	17.06.2010	16.09.2009
Нефть WTI	75,34	74,7	74,0	75,4	76,8	72,5
Золото	1267	1255	1244	1214	1244	1017

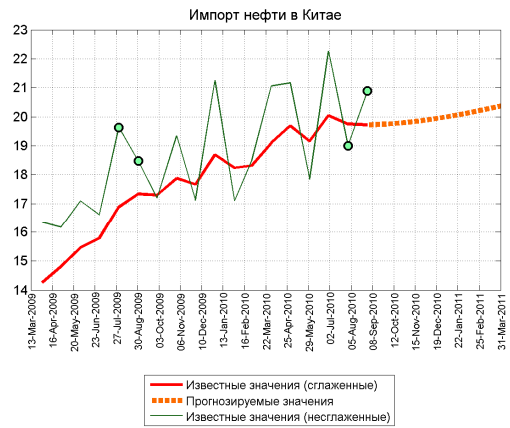
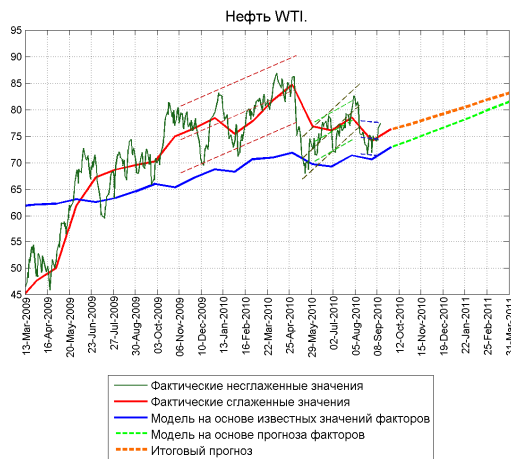
### За снижение цены на нефть

### За рост цены на нефть

**Среднесрочно: Рост.** Мировой спрос на нефть продолжает находиться в рамках растущего тренда, что в первую очередь определяет среднесрочные ожидания. Вместе с тем, сомнения по продолжению роста спроса (теми же темпами) выросли в связи с замедлением восстановления экономики.

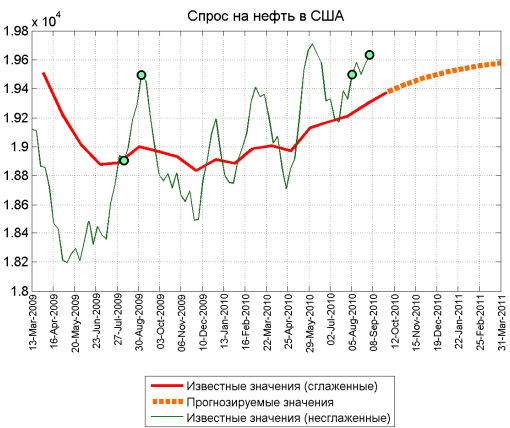
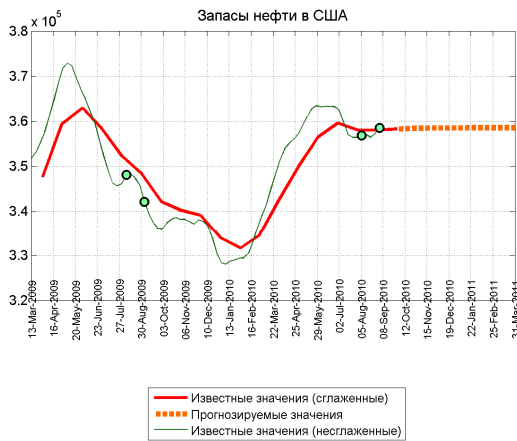
1) Сомнения по продолжению роста спроса на нефть;

1) Мировой спрос на нефть продолжает расти;



**Локально: Умеренный рост.** Опасения по замедлению мировой экономики влияют и на ожидания замедления роста спроса на нефть, однако, спрос на нефть пока продолжает расти.

1) Сезонное продолжение роста спроса в США;



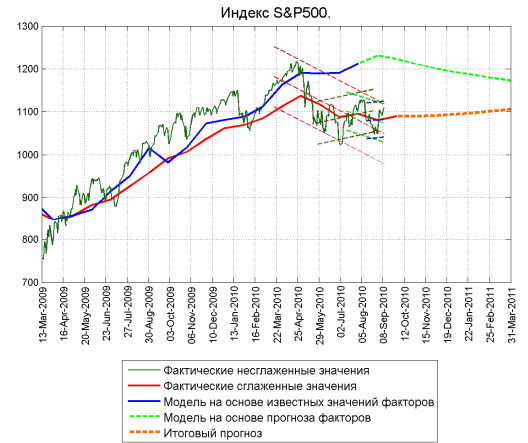
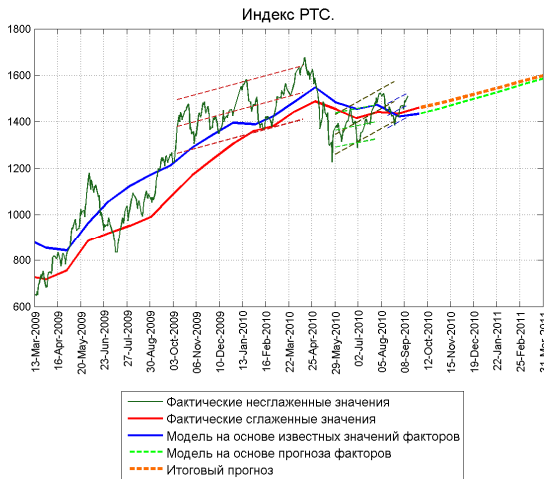
## АКЦИИ

### За снижение рынка акций

### За рост рынка акций

**Среднесрочно: Рост.** Макроиндикаторы в США по большей части улучшались до последнего времени, однако, данные по розничным продажам в США в июне перестали радовать инвесторов. Вытягивает рекомендацию по РТС до «покупать» вероятное продолжение роста цены на нефть.

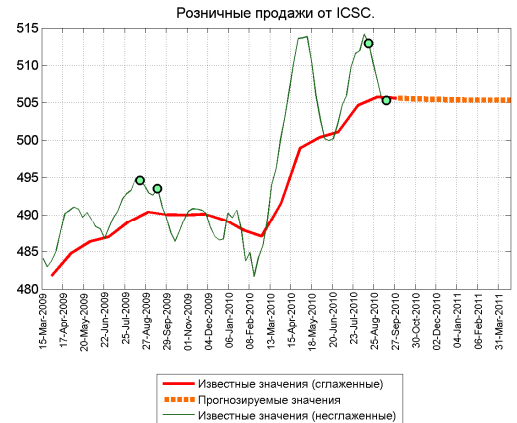
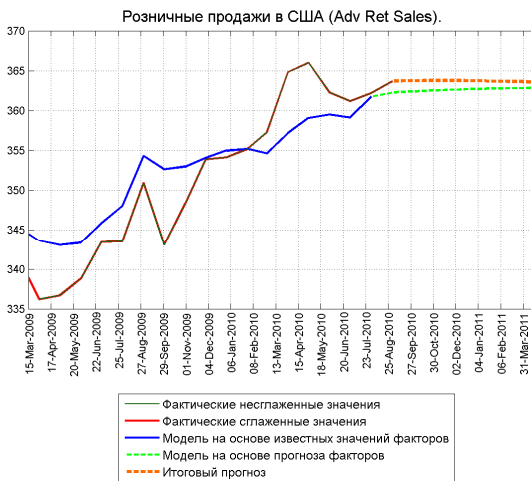
1) Среднесрочные прогнозы цен на нефть и индекса американских акций не предусматривают уверенного роста;



**Локально: Рост.** Техническая картинка остается скорее благоприятной российским акциям, однако, уверенность в локальном росте американских акций (S&P500) сошла на нет.

1) Хуже ожиданий данные с рынка недвижимости США;

1) Данные подтверждают, что Китай остается локомотивом роста мировой экономики;



## КОРОТКИЕ СТАВКИ

	15.09.2010	08.09.2010	01.09.2010	13.08.2010	17.06.2010	16.09.2009
MOSPRIME OND	2,9	2,7	2,7	2,8	2,6	8,9
MOSPRIME 3M	3,7	3,8	3,7	3,8	4,0	11,0
LIBOR USD 3M	0,29	0,29	0,30	0,37	0,54	0,29
LIBOR EUR 3M	0,83	0,83	0,83	0,83	0,66	0,72
EURIBOR 3M	0,88	0,88	0,89	0,90	0,73	0,77

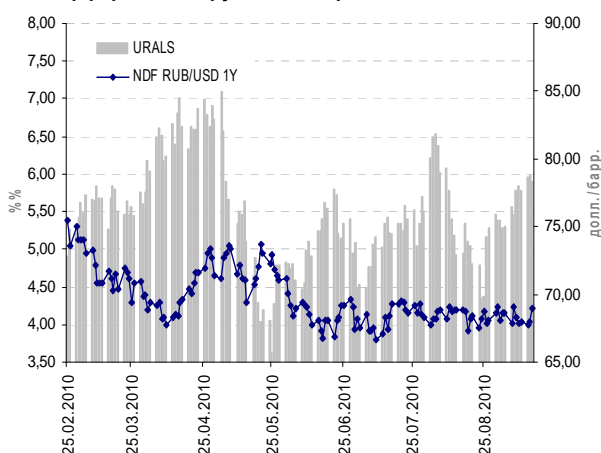
### Факторы за снижение ставок:

### Факторы за рост ставок:

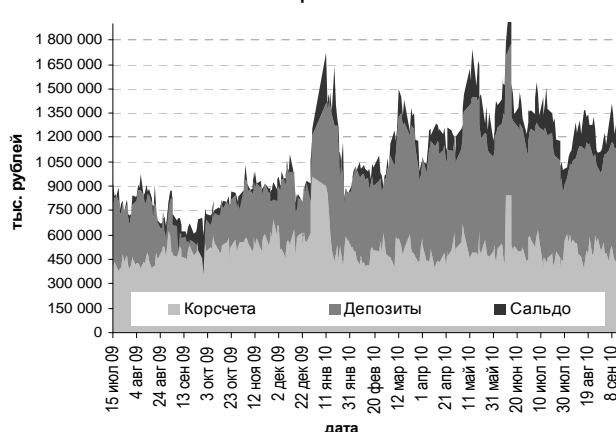
**Среднесрочно: Сохранение низких ставок.** Сохранение цены на нефть на текущем уровне продолжает поддерживать денежный рынок, кроме того, в предстоящие месяцы Минфину предстоит потратить значительный бюджетный дефицит (на сентябрь – декабрь оценочный объем дефицита составляет порядка 1,7 трлн. рублей), поэтому мы ожидаем, что ставки сохранятся низкими.

Фактор для напряжения – это ускорившаяся инфляция. За первую и вторую недели сентября рост цен составил 0,4%, что означает накопленный с начала года уровень в 5,8%. Однако, данный рост цен скорее вызван спекуляциями и несовершенством продовольственного рынка в РФ, чем монетарными факторами. Мы полагаем, что ЦБР не станет бороться с таким ростом цен повышением ставок, по крайней мере, до конца года.

Динамика нефти марки URALS и форвардного дифференциала рубль/доллар на 1 год.



Объем средств на корсчетах и депозитах банков в ЦБ РФ, а также сальдо предоставления/абсорбирования ликвидности ЦБР.



**Локально:** На неделе произошел рост ставок на фоне значительных погашений в среду, совпавших с уплатой страховых взносов и крупными размещениями госбумаг (ОБР и ОФЗ). Далее на неделе ожидаем стабилизации ситуации.

### Календарь денежного рынка на текущую неделю:

Дата	Событие	Влияние	Оценка
13 сентября 2010 г.	ЦБР проведет беззалоговый аукцион на 1 млрд. рублей на 3 мес.		
14 сентября 2010 г.	ЦБР проведет ломбардные аукционы на срок неделя, 3 месяца ЦБР проведет беззалоговый аукцион на 0,8 млрд. рублей на 5 недель Аукцион ОБР-15 на 1 трлн. рублей, дата погашения 15/3/2011		
15 сентября 2010 г.	Уплата страховых взносов в фонды	минус	-170
	Возврат ЦБР беззалоговых кредитов на 1,44 млрд. рублей	минус	-1,44
	Возврат Минфину с депозитов средств бюджета на 13 млрд. рублей	минус	-13
	Возврат Фонду ЖКХ с депозитов банков 4,222 млрд. рублей	минус	-4,22
	ОБР 13, погашение 433,87 млрд. рублей по номиналу	плюс	433,87
	Аукцион ОФЗ 25075 на 35 млрд. рублей (погашение 15/07/2015)		
	Аукцион ОФЗ 25074 на 5 млрд. рублей (погашение 29/06/2011)		
16 сентября 2010 г.	ЦБР проведет депозитные аукционы на сроки 4 недели, 3 месяца		
<b>Баланс текущей недели:</b>			<b>245,2</b>

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

	15.09.2010	08.09.2010	02.09.2010	13.08.2010	18.06.2010	16.09.2009
ОФЗ 46018	7,52	7,46	7,38	7,40	7,24	11,33
ОФЗ 25068	6,66	6,68	6,67	6,76	6,82	11,50
ОФЗ 46018 vs RUS 30	308	304	299	287	186	506
РЖД А8	5,78	5,87	5,79	5,03	5,98	12,32

### За рост доходности

### За снижение доходности

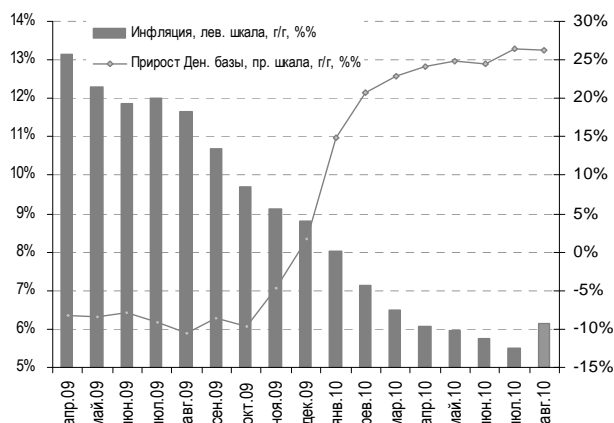
**Среднесрочно: Боковое движение.** Цена на нефть находится на комфортном для российского рынка уровне. Сохранение нефти в коридоре 70-80 будет оказывать поддержку российской валюте и способствовать сохранению низких ставок денежного рынка.

Кроме того – важный фактор для рынка, это исполнение бюджета. Последние данные говорят о том, что пока что Минфин объем собираемых доходов дает Минфину возможность не выполнять полностью заявленную программу заимствований.

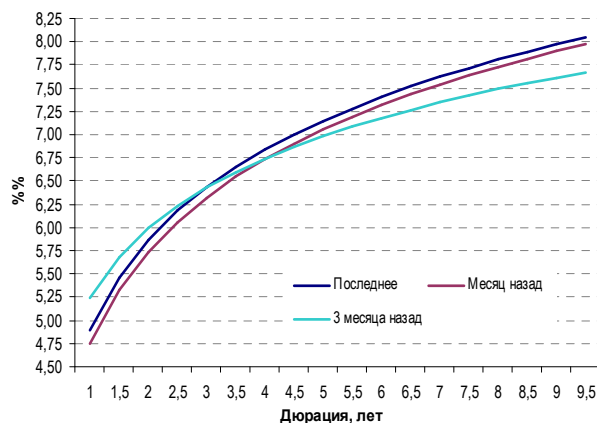
Инфляция показала значительное ускорение, однако пока что мы не ожидаем, что ЦБР начнет цикл повышения ставок, слишком уж ненадежны пока сигналы восстановления экономики. Кроме того, по нашей оценке, произошедший рост цен в большей степени вызван спекуляциями и несовершенством ценообразования на продовольственном рынке РФ, чем монетарными факторами.

В связи с этим, пока факторов для роста или снижения доходностей не отмечаем, более вероятно сохранение доходностей вблизи текущих уровней.

### Динамика инфляции и денежной базы в РФ



### Форма кривой ОФЗ (сглаженная)

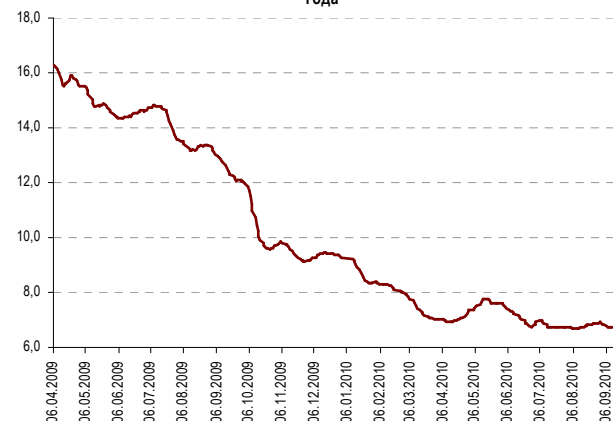


**Локально: Боковик.** Тактика Минфина на последних размещениях – это предоставление дисконта по более коротким выпускам и небольшой премии – по более длинным. Так, на сегодняшнем размещении ОФЗ 25075 с погашением 15/07/2015, средневзвешенная доходность составила 7,29%, что подразумевает небольшую премию по доходности - порядка 9 б.п.

### Доходность синтетической облигации ОФЗ с дюрацией 3 года



### Доходность синтетической облигации Москвы с дюрацией 3 года





## КАК И КОГДА ЧИТАТЬ НАШ ОБЗОР

1. Наш обзор выпускается 2 раза в неделю. После завершения основных торгов в России в понедельник и среду.
2. Обзор содержит сводную (первую) страницу и страницы, посвященные отдельным рынкам: Доллар/Евро, Рубль/Корзина, Нефть, T-bonds, Рынок акций, Рынок рублевых облигаций, Денежный рынок.
3. На сводной странице приведено **резюме по текущему состоянию мировой экономики** и наиболее важных ее сегментов.
  - 3.1. Мы предполагаем, что **характеристика состояния мировой экономики** (кроме экономического роста включает динамику инфляции и внешние шоки) позволяет заключить, куда будут направлены среднесрочные тренды (от 3х месяцев до 2х лет) основных финансовых рынков.
  - 3.2. Также на первой странице мы приводим наиболее важные новости, которые, на наш взгляд, дают возможность изменить или подтвердить оценку состояния экономики.
4. На сводной странице также приведены наиболее **актуальные инвестиционные идеи**, а также их параметры, позволяющие читателям обзора продолжать придерживаться или отказываться от инвестицией даже в период до публикации новой версии обзора.
5. Каждая страница Обзора, посвященная одному из рынков, **разделена на два раздела**: 1) Среднесрочно и 2) Локально.
  - 5.1. В разделе "**Среднесрочно**" мы описываем действие факторов, влияние которых может отразиться на стоимости финансового инструмента в течение 3х месяцев. Указываемые здесь факторы отобраны среди прочих и используются в прогнозных моделях. С помощью прогнозных регрессионных моделей мы определяем "справедливую" стоимость финансовых инструментов, которая является основной для целевых уровней данного раздела. Данные уровни являются потенциальными целями для будущих сильных движений.
  - 5.2. В разделе "**Локально**" мы определяем краткосрочные факторы, в соответствие с которыми происходят последние движения цен финансовых инструментов. Особенно отмечаем эти факторы, если они отличаются от среднесрочных факторов прогнозных моделей.
  - 5.3. **Сочетание инвестицией и выводов разделов обзора**. Среднесрочные и локальные факторы могут противоречить друг другу по направлению прогноза. Несмотря на возможность наличия противоречий, мы считаем, что стоит принимать во внимание оба раздела (как "среднесрочно", так и "локально") нашего обзора. Модельный портфель с первой страницы агрегирует как выводы раздела "Среднесрочно", так и раздела "Локально". Понятно, что наибольшая уверенность в инвестициях имеется в тот момент, когда действие среднесрочных и локальных факторов совпадает по направлению.
6. В каждом из двух разделов можно выделить 3 блока: 1) Факторы за рост цены финансового инструмента, 2) Факторы за снижение цены финансового инструмента; 3) Шапка-резюме, содержащее общий вывод: 1) действие каких факторов (за рост или снижение цены финансового инструмента) является определяющим или 2) заключение об отсутствии определяющих драйверов.
7. Если у Вас есть замечания или предложения по содержанию или структуре обзора, пожалуйста пишите: [Andrei.p.Surikov@bspb.ru](mailto:Andrei.p.Surikov@bspb.ru)

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

---

### ОАО «Банк «Санкт-Петербург»

191167, Санкт-Петербург, Невский пр., 178 лит. А  
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

---

### Аналитическая служба

Санкт-Петербург, ул. Исполкомская д. 15, лит. А, б/ц "Олимп"

#### Суриков Андрей, начальник Аналитической службы

email: [Andrei.p.Surikov@bspb.ru](mailto:Andrei.p.Surikov@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-13

#### Лапшина Ольга, начальник отдела анализа долгового рынка

email: [Olga.a.Lapshina@bspb.ru](mailto:Olga.a.Lapshina@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-80

#### Гордеев Алексей, ведущий аналитик

email: [Aleksei.a.Gordeev@bspb.ru](mailto:Aleksei.a.Gordeev@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-13

---

*Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ОАО «Банк «Санкт - Петербург».*

*Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:*

- 1. Не является рекламой;*
- 2. Не носит характер любой оферты (предложения);*
- 3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;*
- 4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;*
- 5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;*
- 6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;*
- 7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.*

*Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.*

*Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ОАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась в ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.*

*Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ОАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ОАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.*

*ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.*

*Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.*

*Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.*

*Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ОАО «Банк «Санкт-Петербург». ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.*

© 2010 ОАО «Банк «Санкт-Петербург».