

# Российский рынок облигаций

Ежедневный бюллетень инвестора



## Взгляд на рынок

### МАКРОЭКОНОМИКА

Федеральная резервная система (ФРС) США, как и ожидалось, во вторник сохранила базовую процентную ставку на уровне 2%, приняв во внимание неопределенность перспектив экономики страны. "За" это решение проголосовали все члены руководства банка за исключением одного - главы Федерального резервного банка Далласа Ричарда Фишера. Как и на предыдущих заседаниях, он вновь проголосовал за повышение стоимости кредитов. Многие ожидали, что расхождения в ФРС в отношении решения на этот раз будут более значительными.

### БАЗОВЫЕ АКТИВЫ

Ставки казначейских обязательств США продолжили рост после заседания ФРС. Более того, сегодня пройдет аукцион по размещению 10-летних US-Treasuries, объемом \$17 млрд. Средний показатель bid/cover последних 10 аукционов составляет 2.33x, и если соотношение спроса будет аналогичным на текущем аукционе, это не окажет влияния на динамику кривой UST.

### РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Рынок Emerging Debt сохраняет стабильность, несмотря на рост ставок базовых активов. Кредитные спрэды продолжают сокращаться за счет меньшего роста ставок в еврооблигациях EM: спрэд EMBI+ снизился до 282(-4)б.п. Российские еврооблигации подвластны общей динамике: активность остается низкой, цена выпуска Россия-30 консолидируется на уровне 112.20 п.п.

### РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Локальный долговой рынок продолжает двигаться в привычном ключе: "фишки" не показали единой динамики, а спрос на более доходные облигации сохраняется слабым.

	Value	1d chg net	Year min	Year max
<b>Долговой рынок</b>				
UST 10Y Yield	4.00 %	0.06	3.12	4.895
UST 2Y Yield	2.38 %	0.02	1.28	4.69
EMBI+ GI Spread	282 п.	-4	180	327
Russia'30 Price	112.18 п.	-0.05	108.3	116.1
EMBI Russia Spread	167 б.п.	-1	109	211
Cbonds RUX	108.27 п.	-0.04	108.2	113.2
Cbonds MUNI	96.77 п.	-0.07	96.8	105.2
<b>Денежный рынок</b>				
Остатки на к/с в ЦБ	545 R bln	-1.9	383.3	964.3
Депозиты в ЦБ	247.5 R bln	20.3	66.5	1298
MIBOR 1d	4.3 %	-0.19	2.36	8.35
Libor USD 1M	2.46 %	0.00	2.38	5.82
Libor USD 3M	2.802 %	0.00	2.54	5.73
Libor USD 1Y	3.28 %	0.04	2.18	5.28
<b>Валютный рынок</b>				
RUR/USD	23.56 руб.	0.08	23.16	25.89
RUR/EUR	36.41 руб.	-0.15	34.57	37.29
EUR/USD	1.5454 \$	-0.01	1.3426	1.599
NDF RUB/USD 1W	3.63 %	-1.12	-31.14	40.93
NDF RUB/USD 1M	3.70 %	0.44	-4.60	14.77
<b>Сырьевой рынок</b>				
Нефть Urals	114.1 \$/бар	-3.4	65.9	142.5
Нефть Brent	115.9 \$/бар	2.5	67.9	145.7
Золото	878.7 \$/унц	4.3	652.0	1003.0
Никель	17600 \$/т	425	17600	51600

Источник: Bloomberg

## Макроэкономика

### ЗАСЕДАНИЕ ФРС США

По оценке ФРС, риски для экономического роста в США по-прежнему сохраняются, при этом американский ЦБ, усилив тональность, высказал "значительную озабоченность" по поводу инфляции. В отличие от июньского заявления ФРС исключила из документа фразу, что риски для экономического роста в США "несколько уменьшились". Во вторичном заявлении ФРС констатировала, что "экономическая активность выросла во втором квартале, что частично было связано с увеличением потребительских расходов и экспорта". "В то же время рынок труда еще более ослабел, финансовые рынки остаются в состоянии значительного напряжения", - говорится в документе по итогам заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC). "Жесткие условия для кредитования, продолжающиеся сокращения на рынке жилья, повышенные цены на энергоносители, скорее всего, будут оказывать давление на экономический рост в течение нескольких следующих кварталов, - отмечает FOMC. - С течением времени существенное смягчение денежно-кредитной политики в сочетании с мерами по поддержанию ликвидности должны помочь обеспечить умеренный экономический рост". "Инфляция сохранялась высокой, поддерживаемая прежними повышениями цен на энергоносители и некоторые другие виды сырья, некоторые показатели, характеризующие инфляционные ожидания, были повышенными. Комитет ожидает замедления инфляции позже в этом и затем в будущем году, однако перспективы инфляции остаются очень неопределенными", - констатировали члены Комитета. "Хотя риски в сторону снижения для экономического роста остаются, риск ускорения инфляции также вызывает значительную озабоченность Комитета. - отмечается в заявлении. - Комитет продолжит отслеживать экономические и финансовые изменения и будет действовать так, как необходимо для содействия устойчивому экономическому росту и ценовой стабильности".

На заседании 25 июня ЦБ впервые дал понять, что следующим шагом - хотя это и не является вопросом ближайшего будущего - может быть повышение процентных ставок. Однако американская экономика по-прежнему балансирует на грани рецессии или даже вступила в нее. На прошлой неделе стало известно, что в 4-м квартале прошлого года ВВП США снизился - впервые с 2001 года. Безработица достигла 5,7%, подскочил за год на целый процентный пункт. Недавние новые потрясения на финансовом рынке, связанные с ситуацией вокруг Freddie Mac и Fannie Mae, привели к новому ухудшению ситуации с доступностью кредитов, что, в свою очередь, может привести к дальнейшему ослаблению деловой активности в стране. На этом фоне инвесторы, которые всего месяц назад прогнозировали до трех повышений процентной ставки в этом году, теперь не уверены, решится ли американский ЦБ хотя бы на одно ужесточение своей политики в 2008 году.

Мы полагаем, что ФРС продолжает строить "хорошую мину при плохой игре". Иными словами американский ЦБ фактически загнан в тупик: экономика не показывает признаков оживления, а рост потребительских расходов во II квартале вызван преимущественно налоговыми возвратами. Одновременно, инфляционное давление усиливается, что значительно усугубляет положение экономики США. На наш взгляд, вчерашние комментарии ФРС указывают на то, что для денежных властей приоритетными являются риски замедления темпов экономического развития и поддержание стабильности в финансовом секторе. Впрочем, ФРС продолжает настороженно смотреть на повышение цен. Американскому ЦБ остается верить в "стимулирующий" уровень ставки в 2%, и надеяться на то, что экономика сможет показать признаки восстановления. Согласно рынку фьючерсов, инвесторы ожидают с 92%-ной вероятностью повышения ставки лишь в январе 2009 г.

Одновременно с удержанием ставки на 2-х процентном уровне, ФРС продолжает вливать в рынок ликвидность, как через аукционы, так и напрямую стимулируя потребителей налоговыми возвратами. Тем не менее, пока эффекты от предпринимаемых мер – ограничены. Активность на рынке межбанковского кредитования остается минимальной, инвестиции в экономику остаются на низком уровне, активность потребителей замедляется. В то же время, существенная доля из выделяемых ФРС средств уходит в спекулятивные операции, приводя к еще большей волатильности финансовых рынков, грозя тем самым, новыми кризисами.

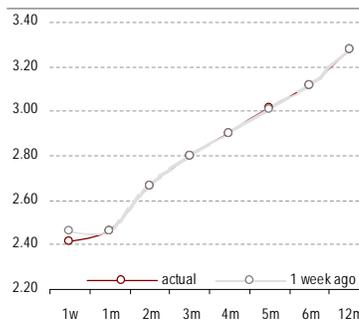
### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Показатель рублевой ликвидности сегодня утром составил 792.5 (+18.4) млрд руб. Структура ликвидности выглядит следующим образом: остатки на корсчетах снизились до 545.0(-1.9) млрд руб., тогда как депозиты банков в ЦБ составили 247.5 (+20.3) млрд руб.

Конъюнктура денежного рынка стабилизируется. Ставки рынка МБК продолжают снижаться, однодневные кредиты обходятся под 3.5-4.25% годовых. Объем операций репо ЦБ существенно сократился и составил всего 1.2 млрд руб. Период уплаты налогов позади, поэтому на текущей неделе можно ожидать стабилизации конъюнктуры денежного рынка.

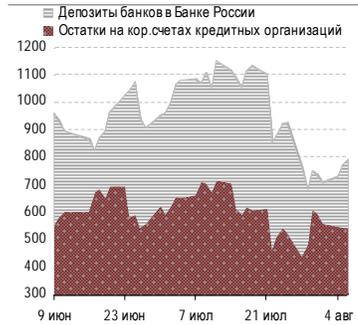
Кривая ставок LIBOR (USD) вчера сохранила прежний вид, лишь дальние ставки поднялись в среднем на 3-4б.п.: 1M LIBOR составляет 2.46%, 3M LIBOR – 2.80%, 12M LIBOR – 3.28%. Ставки

Кривая ставок LIBOR (USD)



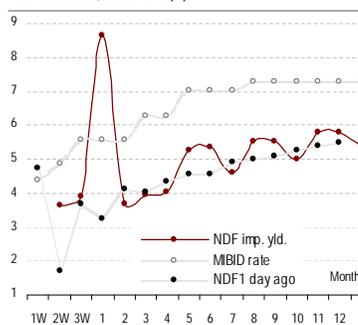
Источник: Bloomberg

Уровень рублевой ликвидности (млрд руб.)



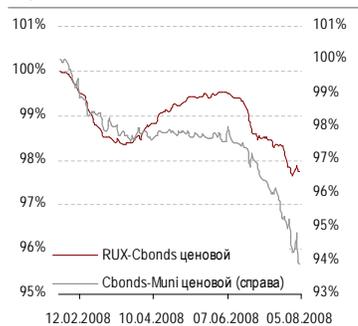
Источник: ЦБ РФ

NDF RUR/USD, MBID rate (%)



Источник: Bloomberg

Нормализованные долговые индексы



Источник: www.Cbonds.ru

российских NDF в краткосрочном сегменте остаются в пределах 3-6%, 12-месячная ставка составляет 5.41%.

## Локальный долговой рынок

### ИНВЕСТИЦИИ: ФОКУС НА ЛИКВИДНОСТЬ

Факторов, способных сломить боковой тренд на долговом рынке, пока не прослеживается. Данные по инфляции в РФ за июль оказались ниже ожиданий, что позволяет надеяться на дальнейшее воздействие мер ЦБ на уровень цен. По данным ФСГС инфляция в июле составила 0.5%, а с начала года 9.3%. Это полностью делает нереальным нынешний прогноз ЦБ в 10.5% на текущий год, однако делает более вероятным исполнение прогноза Минэкономразвития в 11.8%. Для долгового рынка инфляция становится ключевым показателем, от которого зависит насколько агрессивно ЦБ РФ будет ужесточать денежно-кредитную политику.

В целом на долговом рынке продолжается привычный режим торгов – спекулятивные, либо технические сделки несущественно изменяют котировки выпусков первого уровня, а спрос на более доходные облигации остается слабым. Отчасти, ситуацию омрачает технический дефолт "Марты", однако вряд ли для кого-либо это стало неожиданностью.

Сегодняшний день также не сулит активизации торгов на вторичном рынке ввиду обилия аукционов. На первичном рынке состоится 4 размещения, суммарным объемом 13 млрд руб. Учитывая быстрое восстановление конъюнктуры денежного рынка, аукционы могут пройти достаточно успешно.

*Владимир Евстифеев, [vladimir.evstifeev@alemar.ru](mailto:vladimir.evstifeev@alemar.ru)*

## Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсон

## Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия	
Аналитик	Анна Знатнова
Энергетика	
Старший аналитик	Василий Конузин Виталий Домнич
Телекоммуникации	
Старший аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение/ Металлургия	
Аналитик	Вадим Смирнов
Металлургия	
Старший аналитик	Виталий Домнич
Потребсектор	
Аналитик	Екатерина Стручкова
Долговые рынки	
Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов	
Редактор	Мила Маслова

## Контактная информация

Телефон	7 (495) 411 66 55
Факс	7 (495) 733 96 82
Интернет	<a href="http://www.alemar.ru">http://www.alemar.ru</a>
Аналитическое управление	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1731)
E-mail	<a href="mailto:research@alemar.ru">research@alemar.ru</a>
Операции с акциями	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	<a href="mailto:salesdesk@alemar.ru">salesdesk@alemar.ru</a>
Трейдеры	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	<a href="mailto:tradingdesk@alemar.ru">tradingdesk@alemar.ru</a>
Деривативы	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1787)
E-mail	<a href="mailto:derivatives@alemar.ru">derivatives@alemar.ru</a>
Офис в Новосибирске	
Телефон	(383) 227 65 66
Факс	(383) 227 65 66
Офис в Красноярске	
Телефон	(391) 266 14 68
Факс	(391) 266 14 68

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»  
 04.04.2002, N лицензии 177-05916-000100,  
 04.04.2002, N лицензии 177-05929-001000,  
 04.04.2002, N лицензии 177-05921-100000,  
 04.04.2002, N лицензии 177-05926-010000,

### ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655  
 Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.14, корп.3,  
 E-mail: [research@alemar.ru](mailto:research@alemar.ru)  
<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

© 2003-2008 ИФК «Алемар». Все права защищены.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».