

Комментарии Банка России благоприятны для продолжения ралли на рынке облигаций

- Первый заместитель председателя Банка России А. Улюкаев 16 ноября сделал несколько важных комментариев относительно текущей ситуации на денежном рынке и дальнейшей политике центрального банка в отношении процентных ставок. По нашему мнению, его заявления весьма благоприятны для продолжения ралли котировок на рынке рублевых облигаций.
- **О перспективе дальнейшего снижения процентных ставок.** Текущая ситуация с инфляцией не выходит за рамки ожиданий Банка России и позволяет регулятору продолжить снижение ключевых ставок до конца текущего года и в 2010 г. По оценкам А. Улюкаева, инфляция в ноябре составит около 0.2-0.3%. На наш взгляд, важно, что несмотря на некоторое ускорение инфляции в начале ноября (до 0.1% за первую неделю), Банк России продолжает формировать у участников рынка ожидания дальнейшего понижения ставок. Помимо сохранения контроля над инфляцией, перед центральным банком стоит задача стимулирования кредитной экспансии и снижения притока спекулятивного капитала, и с этой точки зрения дальнейшее снижение ставок в текущих условиях, по нашему мнению, очень желательно. Если руководствоваться прогнозом Банка России по ноябрьской инфляции, то как минимум один недельный показатель должен оказаться нулевым. Мы полагаем, что публикация такой статистики станет для Банка России очередным сигналом к понижению ставок.
- **О ситуации с ликвидностью и эмиссии ОБР.** В обозримом будущем А. Улюкаев не ожидает проблем с рублевой ликвидностью, основным источником которой станет финансирование дефицитного бюджета. По его мнению, в краткосрочной перспективе будет наблюдаться временный избыток рублевой ликвидности на фоне возможного повышения бюджетных расходов (около 1.5 трлн. руб.) в декабре. В целях стерилизации избытка ликвидности в декабре Банк России планирует начать размещение ОБР-12 с погашением 15 июня 2010 г. объемом 400 млрд руб. Напомним, что за последние две недели Банк России разместил ОБР-11 в объеме около 78 млрд руб.
- **О дисконтах при рефинансировании под залог ОФЗ и ОБР.** Банк России не планирует в ближайшее время повышать дисконты по ОФЗ и ОБР при проведении операций рефинансирования с текущих нулевых значений. Скорее всего, центральный банк не рассматривает нынешнюю ситуацию как благоприятную для сворачивания стимулирующих мер и стремится поддержать инвестиционную привлекательность ОФЗ и ОБР. Таким образом, высокая привлекательность ОФЗ как основного инструмента для реализации стратегии *carry trade* с этой точки зрения сохраняется.
- **О валютных интервенциях Банка России.** С первого ноября объем покупок валюты Банком России составил немногим более USD5 млрд. По нашим оценкам, львиная доля покупок пришлась на прошедшую неделю, когда регулятор мог пополнить резервы на USD3.5-4.0 млрд. Кроме того, 16 ноября центральный банк приобрел около USD200-300 млн. Согласно недавно представленным данным, в октябре было куплено USD15 млрд и EUR0.5 млрд; следовательно, суммарный объем покупок валюты Банком России с начала четвертого квартала мог превысить USD20 млрд.
- **Прогноз доходности государственных облигаций.** В отчете «*Рынок облигаций: покупай или проиграешь!*» от первого октября 2009 г. мы прогнозировали резкое снижение доходности ОФЗ и обязательств первого эшелона, а также ставок NDF. С того времени доходность ОФЗ уменьшилась в среднем почти на 200 б. п., а ставки NDF упали примерно на 250 б. п. (годовая ставка NDF опустилась с 9.50% до 7.0% и менее). Мы ожидаем, что доходность рублевых инструментов продолжит снижаться до конца текущего года. Исходя из предположения, что Банк России понизит процентные ставки в этом году еще один или два раза, мы прогнозируем, что ставка по операциям однодневного РЕПО будет уменьшена с текущего уровня 6.75% до 5.75-6.00% к началу 2010 г., что должно привести к снижению доходности ОФЗ еще по крайней мере на 100 б. п. (рис. 2). Наш прогноз доходности ОФЗ представлен в табл. 1.
- Следует также отметить, что хотя спрэд между доходностью ОФЗ и ключевой ставкой РЕПО Банка России сузился с максимального уровня в 400 б. п. до 200 б. п., он представляется достаточно привлекательными по сравнению с историческими показателями (рис. 1). До кризиса средняя величина данного спреда составляла 50-100 б. п. в зависимости от дюрации ОФЗ. С учетом этого мы считаем, что он имеет потенциал дальнейшего сужения и стабилизируется на уровне 100-150 б. п. Таким образом, все необходимые условия для осуществления стратегии *carry trade* (политика процентных ставок Банка России, благоприятная ситуация с рублевой ликвидностью, сравнительно большая премия доходности государственных облигаций и бумаг эмитентов с высоким кредитным качеством к ставке РЕПО Банка России) сохраняются. Мы полагаем, что рост котировок рублевых долговых обязательств будет продолжаться до конца года.

Таблица 1. Прогноз доходности ОФЗ

	1 год	2 года	3 года	4 года	5 лет	7 лет	10 лет
Доходность на 17 ноября, %	7.75	8.3	8.4	8.5	8.55	9	9.15
Доходность в январе 2010 г., %	6.75	7.3	7.4	7.5	7.55	8	8.15

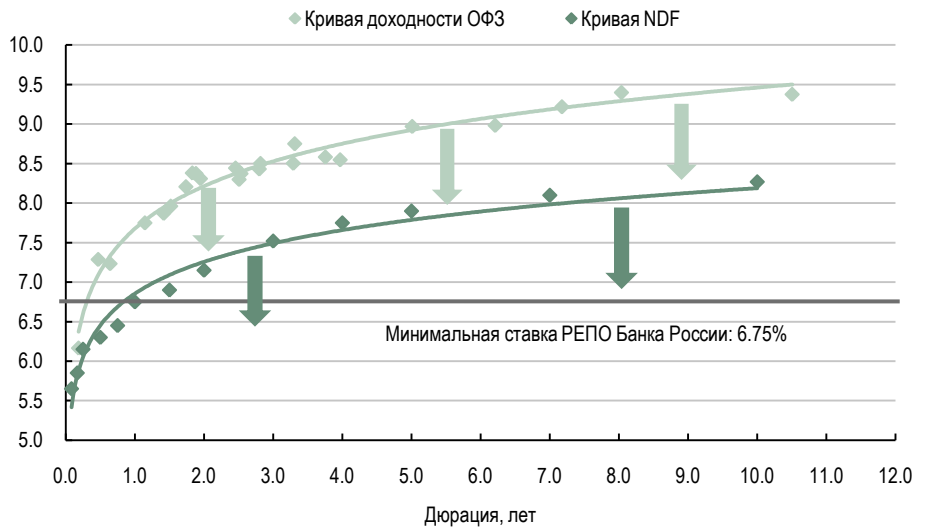
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала:

Рисунок 1. Премия доходности ОФЗ к ключевой ставке РЕПО Банка России



Источники: Банк России, ММВБ

Рисунок 2. Кривая доходности ОФЗ и ставки NDF



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

ABurgansky@rencap.com

Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости + 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева

Потребительский сектор и сельское хозяйство + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlxeenkova@rencap.com

Электротехника + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

Макроэкономика и рынок долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Анастасия Головач

Антон Никитин

Рынок Средней Азии + 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Татьяна Калачева

Рынок Украины + 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервиль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Административная поддержка +7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.