

Рынок облигаций

НЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 20 мая 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	2487,92	7,19
MMB5	1956,14	7,36
DJIA	13028,16	1,18
Rux-Cbonds	222,54	0,15
USD/EUR	1,551	0,13
RUR/USD	23,72	0,46
Золото, USD/тр. унц.	905,2	2,55
Нефть, USD/барр.	123,12	0,91

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	3,83	3
Russia 30-UST 10	139	-4
EMBI Rus	146	-7
Mosprime 3M	6,4	-18
LIBOR 3M	2,68	0

Источник: Bloomberg

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

На прошлой неделе ставки на денежном рынке сохранялись стабильными, стоимость кредита overnight находилась около 4% годовых, что говорит о благоприятной ситуации с банковской ликвидностью. Операции РЕПО с Банком России не пользовались спросом, среднесуточный объем торгов составлял всего порядка 6 млрд. руб. Как и предполагалось аукцион Минфина по размещению свободных средств бюджета не пользовался спросом, было размещено около 23 млрд. руб., то есть ровно столько, как и на предыдущем аукционе. По всей видимости, кто-то избрал такой способ фондирования своей деятельности под ставку 7,5%.

Из ключевых событий прошлой неделе, несомненно, стоит отметить ситуацию на валютном рынке и новые инициативы Банка России относительно порядка проведения валютных интервенций. В дополнение к операциям Банка России на внутреннем валютном рынке, направленным на ограничение внутридневных колебаний стоимости бивалютной корзины, Банк России приступил к проведению регулярных интервенций, объемы которых будут определяться с учетом конъюнктуры внутреннего валютного рынка, оценки состояния платежного баланса РФ и хода исполнения федерального бюджета. Каких либо более подробных разъяснений регулятор не дал и участники рынка самостоятельно строили предположения относительно последствий такого шага. Скорее всего, ЦБ РФ решил внести больше неопределенности в ценообразование на валютном рынке, чтобы снизить спекуляции ряда игроков, плюс к этому решать потребности в валюте бюджета, проводя операции на валютном рынке.

В результате этих нововведений торги на валютном рынке на прошлой неделе были очень волатильными, помимо этого неожиданно произошел рост стоимости бивалютной корзины до 29,80 с уровня 29,61, который служил ориентиром для ЦБ РФ и именно на этом уровне он сдерживал атаки спекулянтов последние несколько недель. По всей видимости, идея укрепления рубля стала на некоторое время неактуальна. На текущей неделе объемы покупки валюты вряд ли будут заметными. Уже в пятницу стоимость бивалютной корзины вернулась практически на прежний уровень, составив 29,67. Нас валютный рынок в большей степени интересует в качестве источника ликвидности, который помог банкам легко пройти апрельские платежи.

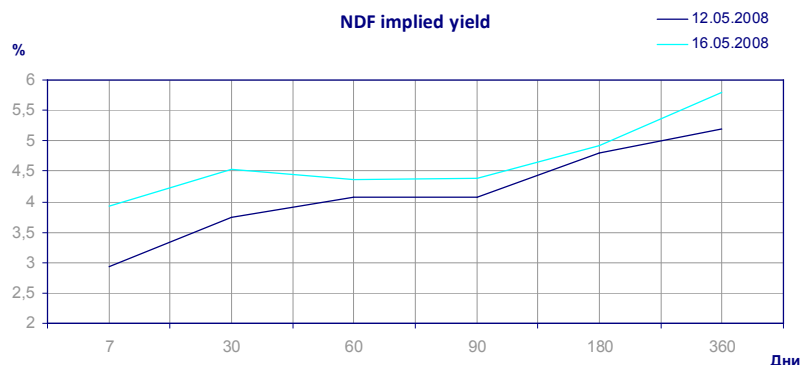
Теперь «активность» Банка России по покупке валюты уже не столь однозначна и это может стать фактором риска для ликвидности в ближайшие дни. Тем более что банки, которые активно открывали длинные спекулятивные позиции по рублю, расставшись с идеей укрепления российской валюты, могут начать обратный процесс, что приведет к снижению рублевой ликвидности. Напомним, что на следующей неделе начинается период налоговых платежей. В случае если не будет наблюдаться оттока капитала, то на фоне высокого сальдо текущего счета и объема инструментов, которые доступны банкам для получения короткой ликвидности (РЕПО, бюджетные средства) мы считаем, что ставки денежного рынка будут находиться на приемлемых для такого периода уровнях 6–8% годовых.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

За прошедшую неделю существенных изменений на рынке не произошло, индекс Rux-Cbonds вырос незначительно. Одной из ключевых новостей недели стал пресс-релиз ЦБ касательно некоторых изменений в проведениях валютных интервенций:

“В дополнение к операциям Банка России на внутреннем валютном рынке, направленным на ограничение внутридневных колебаний стоимости бивалютной корзины, Банк России приступил к проведению регулярных интервенций, объемы которых будут определяться с учетом конъюнктуры внутреннего валютного рынка, оценки состояния платежного баланса Российской Федерации и хода исполнения федерального бюджета”.

Теперь ЦБ будет совершать интервенции не только у нижней границы курса бивалютной корзины, но и в самом коридоре. Данный шаг может повысить волатильность курса рубля в рамках валютного коридора, однако вряд ли это окажет существенное негативное влияние на внутренний рынок. Определенное сдерживающее влияние на рост котировок возможен. В частности, значительно возросла стоимость хеджирования рублевого риска через NDF.

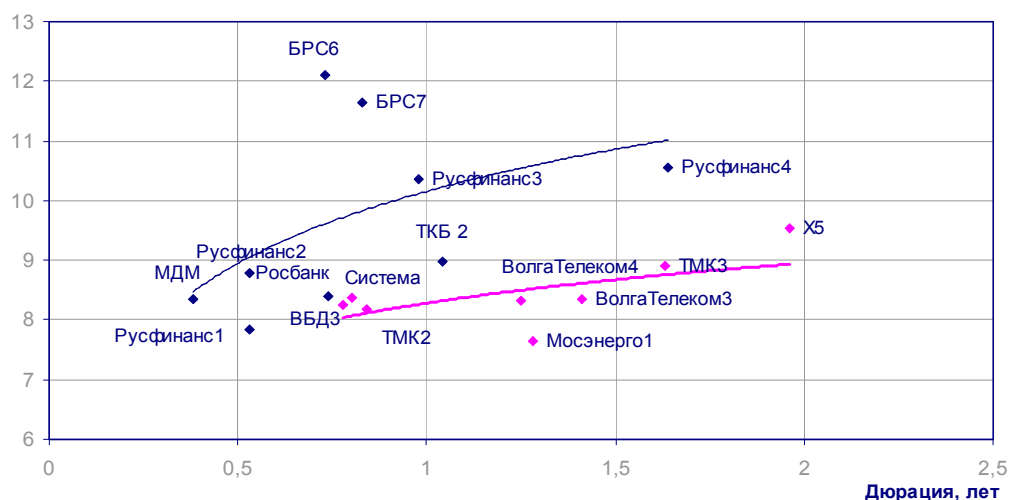


Это снижает прибыльность арбитража для нерезидентов. Однако какого-то системного негатива для рынка, по нашему мнению, не предвидится. Главным риском мы по-прежнему считаем возможность ужесточения монетарной политики. Поэтому продолжаем считать оптимальной идею покупок голубых фишек средней дюрации (около 1,5 лет). Рекомендованная нами неделей ранее бумага ХКФ Банк выросла подросла в цене на 30 б. п. Возможна продажа данной бумаги против покупки Банк Русский Стандарт 7 в рамках стратегии buy-and-hold. Если говорить о формировании более рискованного портфеля во втором эшелоне, то нужно обратить внимание на общую перепроданность банковского сектора. Для анализа адекватного анализа рассмотрим бумаги банковского и реального секторов с близкими рейтингами по S&P и дюрацией до 2 лет.

BB-	BB	BB+
Банк Русский Стандарт	Транскредитбанк	Росбанк
Х5	МДМ	Русфинансбанк
Вимм Билль Данн	Мосэнерго	
ВолгаТелеком		
АФК Система		
ТМК		

Источник: Standard&Poors

Доходность, %



Из диаграммы видно, что банковские бумаги с рейтингами на одну-две ступени выше торгуются с большей доходностью относительно бумаг эмитентов реального сектора. Наибольший интерес с точки зрения риск/доходность по нашему мнению представляют 3 и 4 выпуски Русфинансбанка (банк на 100% принадлежит группе Societe Generale (AA/Прогноз «Стабильный»), что является сильнейшим фактором, поддерживающим его кредитный профиль).

Аналогичная картина складывается в секторе голубых фишек. Мы рекомендовали к покупке третий выпуск Россельхозбанка в обзоре от 29 апреля. За две недели бумага показала неплохую динамику по цене (+55 б. п.).

Текущая рекомендация: держать.

Правда, более высокие доходности по банковским бумагам несут в себе системный риск. В случае ухудшения рыночной конъюнктуры, например, в связи с ужесточением монетарной политики банковские бумаги могут пострадать сильнее. Во-первых, банковская отрасль относится к тем называемым rate-sensitive отраслям. Во-вторых, данный сегмент рынка является сегодня наибольшим из негосударственных на внутреннем рынке, и массовые распродажи могут быть именно в этом секторе.



ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Из размещений, состоявшихся на прошлой неделе, мы отмечаем следующие:

Бумага	Объем, млн. руб.	Размещено, млн. руб.	Дюрация, лет	Доходность, %
ОФЗ 46020	6000	3530,26	12,13	7,28
ОФЗ 26200	8000	2729,6	4,46	6,67
Разгуляй, БО-3	500	500	0,5	10,1

Источник: Cbonds

ОФЗ.

На прошлой неделе состоялись размещения двух серий ОФЗ — 46020 и 26200. По сообщению Банка России спрос на бумагу 46020 составил 10629,62 млн. руб., а на бумагу 26200 — 8736,24 млн. руб., а количество заявок на аукционе составило 14 и 12 соответственно. Исходя из объема заявок, можно предположить, что спрос был в основном со стороны государственных институтов. Премий к рынку предоставлено не было. Судя по результатам размещения, ОФЗ без премий к рынку в текущих условиях популярностью не пользуются. Возвращаясь к теме "спрэда к РЕПО" отметим, что предыдущее размещение бумаги 26200 прошло со спрэдом в 43 б. п. Значение спрэда к РЕПО на последнем размещении составило 17 б. п. Это опять же возвращает нас к мысли о том, что в короткой и средней части кривой ОФЗ может произойти ощутимая коррекция в случае ухудшения рыночной конъюнктуры.

Разгуляй.

Результаты данного размещения вызывают определенные вопросы. На рынке уже обращались два выпуска облигаций данного эмитента со следующими параметрами: Разгуляй 2 — дюрация 0,85 года, доходность — 11,6%; Разгуляй 3 — дюрация 0,82 года, доходность 11,8%. Дисконт за более короткую дюрацию биржевых облигаций должен был составить не более 50 б. п., также необходимо учесть их более низкую ликвидность. В итоге, по нашему мнению, выпуск биржевых облигаций Группы Разгуляй состоялся по доходности на 120-130 б. п. ниже справедливого уровня по доходности.

РУКОВОДСТВО

Тарас Важнов
Управляющий директор

Александр Лямпорт
Управляющий директор

Алекс Фидельман
Управляющий директор

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

Дарья Савинская
Вице-президент

Сергей Левин

Екатерина Карпова

РЫНКИ ДОЛГОВОГО КАПИТАЛА

Владимир Куцев
Вице-президент

Денис Куприн

Георгий Айвазов

ЧАСТНЫЕ КЛИЕНТЫ

Олег Слуцкер
Директор

Мелори Кахнишвили

Иван Богданович

Армен Налбандян

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

Дмитрий Богословский
Вице-президент

Дмитрий Красоткин, CFA
private equity

Станислав Леваков
рынок акций США

Андрей Золотов
рынки долгового капитала

Ольга Сивенкова
ипотечные продукты

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ»

119435 Москва, Россия
Саввинская набережная, 11
Тел.: +7 495 786 6661
Факс: +7 495 786 6662

www.lcib.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданы ФСФР России на осуществление:

Брокерской деятельности: номер 077-10342-100000 (10.07.2007),

Дилерской деятельности: номер 077-10347-010000 (10.07.2007),

Доверительного управления: номер 077-10354-001000 (10.07.2007).

ОЧЕНЬ ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОБРАЩАЕМ ВАШЕ ВНИМАНИЕ, ЧТО ДАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР – ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДУКТОМ КОМПАНИИ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ». ИНФОРМАЦИЯ И ВЫВОДЫ НЕ МОГУТ ПОЛНОСТЬЮ СОВПАДАТЬ С ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ТОЧКОЙ ЗРЕНИЯ. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР НЕ МОЖЕТ БЫТЬ КОМАНДОЙ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ И ДРУГИМ ДЕЙСТВИЯМ.

ПРИВЕДЕННЫЙ МАТЕРИАЛ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ, ПОЛУЧЕН ИЗ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ, ПО МНЕНИЮ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» ЯВЛЯЮТСЯ НАДЕЖНЫМИ.

КОМПАНИЯ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ ЕЕ РАБОТНИКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, АГЕНТЫ И АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ПРЯМЫЕ ИЛИ КОСВЕННЫЕ УБЫТКИ, КОТОРЫЕ НАСТУПИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЫШЕУПОМЯНУТОЙ ИНФОРМАЦИИ.

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВЫСТУПАТЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРАМИ, КОНСУЛЬТАНТАМИ, БРОКЕРАМИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ УПОМЯНУТЫ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОТЧЕТЕ. ПРЕДСТАВИТЕЛИ, РАБОТНИКИ, АГЕНТЫ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВХОДИТЬ В СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ, УПОМЯНУТЫХ В АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ.

УПОМЯНУТЫЕ ВО ВСЕХ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОБЗОРАХ, А ТАК ЖЕ НА ОФИЦИАЛЬНОЙ ВЕБ-СТРАНИЦЕ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ НЕ ПРЕДЛАГАЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМ ИЛИ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ. ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» И НЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ В США АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ ОКАЗЫВАЮТ БРОКЕРСКИЕ УСЛУГИ НИКАКИМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КЛИЕНТАМ, В ОТНОШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЮТСЯ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ОНИ ЯВЛЯЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИБО ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ.

НЕОБХОДИМО ПОМНИТЬ, ЧТО ЛЮБЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МОГУТ БЫТЬ ОЧЕНЬ РИСКОВАННЫМИ И НЕЛИКВИДНЫМИ ДЛЯ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ. КОЛЕБАНИЯ ЦЕН И ДОХОДОВ МОГУТ БЫТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПОД ДАВЛЕНИЕМ РЫНОЧНЫХ И ДРУГИХ ФАКТОРОВ. ПРОШЛЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НЕ МОГУТ БЫТЬ ФАКТОРОМ БУДУЩИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

© ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», 2008 г.