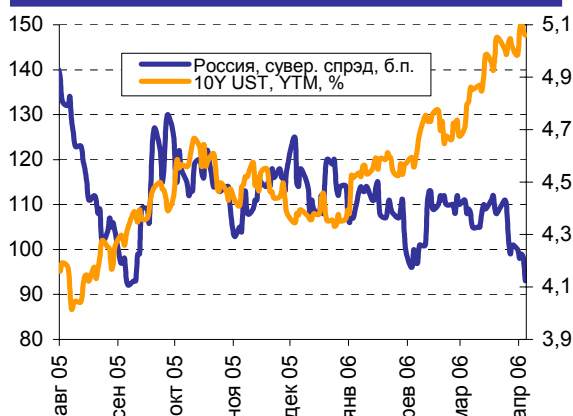


Еженедельный обзор

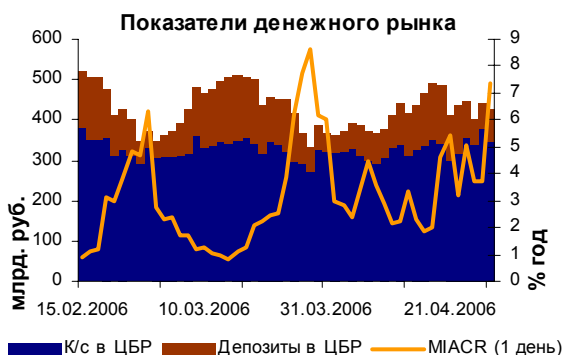
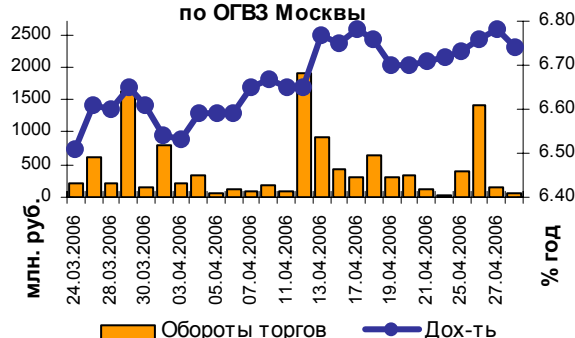
Богословский Д.
Лукьянов П.

2 мая 2006 г.

Индикаторы рынка



Динамика оборота торгов и доходности
по ОГВЗ Москвы



Показатель	Тек. знач.	↑↓ за неделю
Индекс RCBI-c	137,820	0,77%
Индекс PTC	1685,680	4,21%
RUX-Cbonds	192,090	0,18%
Спрэд EMBI+, б.п.	173,000	-11,000
Yld. 10Y UST, %	5,060	0,044
Курс USD/RUR	27,2739	-0,246
Курс EUR/USD	1,2634	0,030
Нефть, Urals, долл.	67,50	-0,450

Взгляд на рынок

Рынок валютных облигаций

В краткосрочном периоде можно ожидать установления умеренно позитивного тренда в базовых активах, поскольку рынок устал от продаж, ВВП США «нарисовал» нейтральную картину, а спекулянты будут «играть» на последних словах Бернанке по поводу паузы в цикле повышения ставок. Но мы можем получить еще более волатильный рынок в широком канале 4.80-5.15% по доходности 10Y UST. Перспективы EM улучшились

Рынок рублевых облигаций

Текущая конъюнктура долгового рынка на этой неделе найдет продолжение, так как ближайшее главное событие – заседание Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США – состоится только 10 мая, в связи с чем на рынке будет наблюдаться относительная стабильность. Основные положительные факторы (укрепление рубля и стоимость рублевых средств) сохраняют свою силу. В тоже время, сохраняющиеся риски роста доходности базовых активов оставляют угрозу расширения спреда российских облигаций.

Валютный и денежный рынки

На валютном рынке установилась ярко выраженная тенденция роста евро против доллара. Основные события ближайших дней: заседание ЕЦБ и FOMC ФРС по ставке. Мы склоняемся к такому развитию событий: ЕЦБ даст сигнал о намерении повысить ставку на июньском заседании, сопроводительный комментарий ФРС станет «мягче», что в итоге приведет к дальнейшему росту пары евро/долл с целью 1.29-1.30.

Торговые идеи

- Избегать инвестиций в долгосрочные выпуски первого эшелона рублевых облигаций
- Базовая стратегия в среднесрочной перспективе покупка краткосрочных выпусков с высоким купоном
- Покупать: ПИТ 2в, Ленэнерго, ЮТК 1в, СамараАвиа, Севкабель 2в.

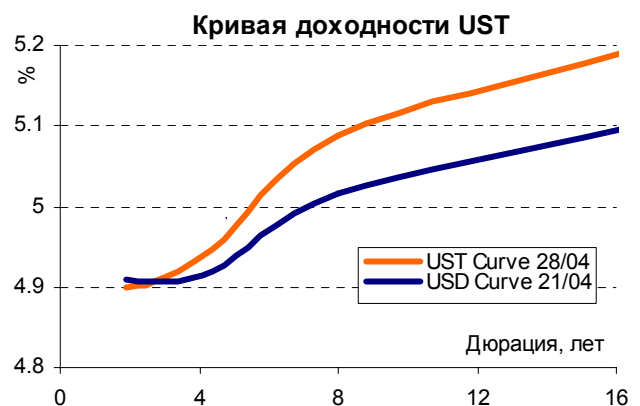
Рынок внешних долгов

Базовые активы

Рынок оказался не готовым к сильным данным по экономике в начале недели, что привело к неожиданному взлету доходности 10Y UST выше 5.10%, подогревая опасения по поводу дальнейшего повышения ставок США. Рост активности в секторе недвижимости и закупок США и усиление потребительского доверия неудачно совпал с относительно слабыми результатами размещения 2Y UST на \$22 млрд. и 5Y UST на \$14 млрд., оказывая давление на долговые рынки. Это придало уверенности медведям, которые накануне ключевого выступления председателя ФРС Бена Бернанке по экономике перед Конгрессом повысили доходность индикативной десятки до нового 4-летнего максимума на уровне 5.14%. Однако, тон Бернанке оказался неожиданно мягким, частично сняв напряжение с рынка и позволив ему восстановиться от ранних потерь. Послание главы ФРС к рынку сводилось к тому, что FOMC может сделать паузу на одном из ближайших заседаний, хотя это не будет означать завершения цикла повышений ставки Fed Funds. Соскучившиеся по росту инвесторы предпочли проигнорировать вторую часть заявления председателя: доходность 10Y UST «сделала» 5 б.п. вниз до 5.07%, а фьючерсы скорректировали вниз вероятность повышения ставки на заседании FOMC в июне. Это отражает высокую степень оптимизма сегодняшнего рынка, которая подтверждается также тем, что подъем бумаг происходил не на закрытии коротких, а - на открытии длинных позиций. Во время своего выступления Бернанке выразил опасения относительно возможного замедления экономики США во втором полугодии, хотя за первые 3 месяца американская экономика прибавила 4.8% (ожидалось 4.9%), показав заметное ускорение с последней четверти 2005 года (1.7%).

Между тем, кривая доходности US Treasuries продолжила свою нормализацию, принимая более «крутую» форму: спред между 30Y и 2Y UST вырос с 18.6 до 29 б.п. На наш взгляд, это отражает мнение участников рынка о хорошем темпе развития американской экономики, но в большей степени связано с перераспределением в спросе на долларовые активы, поскольку «нормализация» кривой происходит, главным образом, за счет длинных бумаг. Высокая волатильность долгосрочных активов и снижение курса доллара на валютном рынке заставляет международных инвесторов избавляться от длинных долларовых бумаг. Пока это не похоже (и вряд ли станет) на массовую панику, но текущая конъюнктура играет против американских долгов, что особенно станет заметно в среднесрочном периоде.

На наш взгляд, в краткосрочном периоде можно ожидать установления умеренно позитивного тренда в базовых активах, поскольку рынок устал от продаж, ВВП США «нарисовал»



нейтральную картину, а спекулянты будут «играть» на последних словах Бернанке по поводу паузы в цикле повышения ставок. Наш центральный прогноз остается прежним: FOMC еще раз повысит ставку 10 мая на 25 б.п. до 5.0%, а затем сделает паузу на июньском заседании для оценки 2-летней кампании ужесточения денежной политики. Однако среднесрочный прогноз для US Treasuries будет зависеть от терпения ФРС (будет ли ставка Fed Funds повышаться дальше после июньской паузы) и желания нерезидентов держать долларовые активы. Прибавив к этому особый акцент на экономические отчеты (ФРС еще раз указала на то, что в дальнейшем для регулирования денежной политики она будет следить за выходящей статистикой) мы можем получить еще более волатильный рынок в широком канале 4.80-5.15% по доходности 10Y UST. Преодоление верхнего порога в 5.15% при текущих ожиданиях мы считаем маловероятным, поскольку он соответствует уровню 4-летнего сопротивления по доходности.

Другой полюс базовых активов, европейские долговые рынки, также на неделе понесли потери. Помимо оглядки на американские аналоги, у европейских инвесторов были внутренние факторы продаж после того, как в апреле индекс деловых настроений Германии Ifo достиг 15-летнего максимума, комфортно сочетаясь с сильными данными по промышленности. Участники рынка готовятся к более агрессивной денежной политике ЕЦБ, что нашло свое выражение в выравнивании кривой доходности немецких Bunds (спрэды на 10-летнем участке сократились с 64 до 58 б.п.), и мы ожидаем, что эта тенденция сохранится в ближайшие недели. Маловероятно, что ЕЦБ повысит ставку на ближайшем заседании 4 мая, но ужесточение денежной политики в начале лета вполне допустимо.

Долги Emerging Markets

Высокодоходный сегмент emerging markets продолжает ставить рекорды, завершив неделю сокращением рискованной надбавкой над «безопасными» US Treasuries всего на 173 б.п. Похоже, доверительный тон главы ФРС Бернанке подействовал на изголодавшихся по покупкам инвесторов, которые покупали суверенный долг во время роста базовых активов, либо занимали выжидательную позицию по время их снижения. В пользу рынка играли также крайне позитивные технические факторы (Бразилия исполняла опцион на досрочное погашение бумаг на \$6.6 млрд.), увеличивая ликвидность рынка. Наиболее сильные покупки мы наблюдали в латиноамериканском регионе (в основном в бумагах Бразилии, Колумбии и Перу), а также хорошим спросом пользовались турецкие валютные активы. Две недели назад турецкий парламент принял важное социальное законодательство, которое уже получило одобрение главного кредитора страны, МВФ, а также может стать ступенькой к получению более высокого кредитного рейтинга. Падение курса доллара будет снижать бремя валютных долгов страны. Мы оцениваем перспективу турецких бумаг с погашением в 2030 году «выше рынка». Несмотря на то, что схожие по рейтингу филиппинские бумаги предлагают доходность в среднем на 35-40 б.п. выше турецких аналогов, в последние недели они торговались наравне с рынком. Инвесторы ждут здесь кардинального улучшения бюджетной ситуации, чего в ближайшее время не предвидится. Кроме того, участники рынка сократили свои длинные позиции после того, как Филиппины неожиданно снизили планируемый к выкупу объем долгов Brady примерно в 2 раза до

\$430 млн. В целом мы отмечаем снижение политической неопределенности в развивающихся странах, что будет оказывать дополнительную поддержку этому сегменту. В частности, инвесторы практически не сомневаются, что во втором туре президентских выборов в Перу победу над левым Олльянто Умала одержит кандидат от либерального крыла, т.е. либо бывший президент Гарсиа, либо Лурдес Флорес. Аналогично в Мексике, по данным последнего опроса, благоприятный для Wall Street кандидат Кальдерон отвоевал много очков у своего левого оппонента Лопеса Обрадора, увеличивая свои шансы на победу на президентских выборах 2 июля. Таким образом, единственным серьезным риском для высокодоходных бумаг остается повышение процентных ставок в мире. Мировое финансовое сообщество, особенно после послания Бернанке настроено на паузу в цикле повышений, что оставляет возможность для роста в ближайшие 2-3 месяца. На короткую перспективу сохраняем рекомендацию на увеличение доли средних доходных бумаг бразильской, турецкой и колумбийской кривой. При восстановлении рынка есть смысл увеличить дюрацию, поскольку длинные выпуски выглядят технически более привлекательными после коррекции.

Валютный рынок

Наши прогнозы по достижению среднесрочных целевых уровней по паре евро/долл - 1.2500 - реализовались. В настоящий момент на доллар оказывается сильнейшее давление, котировки пары евро/долл практически не реагируют на хорошую макроэкономическую статистику по США. После нескольких достаточно ощутимых «ударов» по американской валюте недель ранее пара она упала против евро с 1.2100 до 1.2400. На прошедшей неделе пара евро/долл достаточно легко один за одним пробил уровни 1.2400, 1.2500 и 1.2600.

Из главных фундаментальных факторов слабости доллара мы выделяем:

- Протокол мартовского заседания ФРС, в котором было указано, что ужесточение денежно-кредитной политики близко к завершению. Эта новость стала неожиданностью для рынка, который, основываясь на сопроводительном комментарии сразу после заседания ФРС и выходящих макроэкономических данных, прогнозировал и учитывал в котировках повышение ставки на майском заседании и с высокой долей вероятности на июньском заседании, то есть достижение ею уровня 5.25% годовых к концу первого полугодия. До этого события и после него не прекращались заявления ряда представителей ФРС о необходимости сделать паузу. Точку в данном вопросе поставил глава ФРС Б. Бернанке, на выступлении перед Конгрессом, заявивший, что в цикле ужесточения денежно-кредитной политики, возможно, будет сделана пауза, и дальнейшие шаги будут зависеть от поступающей макроэкономической статистики. Наиболее вероятен на наш взгляд, следующий сценарий: ФРС повышает ставку на майском заседании на 0.25 п.п. до 5% годовых, затем будет сделана пауза. За этот период рынки оценивали вероятность повышения ставки на июньском заседании от 30 до 70%. После выступления Б. Бернанке она снизилась до 30%. Правда в понедельник Б. Бернанке сообщил журналистам, что его не так поняли и ФРС намеренно вести не «мягкую», а «гибкую» денежно-кредитную политику. Эти слова были подкреплены более высокими, чем ожидалось данными по инфляции (Core-PCE), что в очередной раз привело к укреплению уверенности в повышении ставки на июньском заседании. Ждем майского заседания FOMC ФРС и сопроводительного комментария.
- Обратная ситуация в Европе, здесь процесс повышения ставки только начинается и до конца года прогнозируется ее значение в размере 3.25-3.50% годовых. В связи с чем, фактор разницы в ставках уже не является поддержкой для доллара, инвесторы вновь смещают внимание на торговый дефицит США. Это как раз является еще одним фактором слабости американской валюты.
- На заседании G-7 было сделано заявление о необходимости ревальвации своих валют странами-экспортерами, главным

образом азиатским во главе с Китаем. Цель - исправление дисбалансов в мировой экономике. По сути, это означает, что Центральным банкам этих стран необходимо прекратить покупку долларов, наращивая золотовалютные резервы, что приведет к снижению спроса на американскую валюту.

- Продолжением предыдущего фактора является заявления Центральным банкам ряда стран о диверсификации своих золотовалютных резервов. Среди этих стран: Китай, ОАЭ, Швеция, Катар, Сингапур. Речь в данном случае идет как минимум о нескольких десятках миллиардов долларов. При этом вполне вероятно, что физических продаж долларов еще не осуществлялось.
- Ситуация вокруг иранской ядерной программы и возможные последствия в случае эскалации конфликта со стороны Ирана.

Как результат, на валютном рынке установилась ярко выраженная тенденция роста евро против доллара, преломить которую не смогли даже выходящие сильные данные по американской экономике, участники валютного рынка просто игнорировали их. Создается впечатление, что инвесторы установили себе целевые уровни и планомерно шли к ним, используя любые позитивные новости для евро. Тренд роста доллара, начавшийся с 2005 года, был сломлен и сейчас установился противоположный тренд, поддержка которого в настоящий момент находится на уровне 1.2550. На повестке недели у нас данные по рынку труда в США (5 мая), а уже на следующей неделе состоится заседание FOMC ФРС по ставке, где будет важен текст сопроводительного комментария, в котором возможно более четко будет указано на время паузы в цикле повышения ставки. По нашему мнению, сейчас вопрос состоит в том, когда пара евро/долл преодолеет уровень 1.2700, первый штурм будет предпринят после заседания ЕЦБ по ставке (4 мая), ожидается, что ставка останется неизменной на уровне 2.5% годовых, но как по в случае ФРС важен последующий комментарий с намеками на дальнейшие перспективы.

Мы склоняемся к такому развитию событий: ЕЦБ даст сигнал о намерении повысить ставку на июньском заседании, сопроводительный комментарий ФРС станет «мягче», что в итоге приведет к дальнейшему росту пары евро/долл с целью 1.29-1.30.

Рынок внутренних долгов

Картина на рынке рублевых облигаций не меняется: котировки имеют тенденцию к плавному снижению, торговая активность падает на фоне окончания месяца и отсутствия желания, как покупать, так и продавать.

На котировки рублевых облигаций оказывало влияние два негативных фактора. Во-первых, окончание месяца привело к росту ставок межбанковского кредитования, но этот фактор краткосрочный, инвесторы понимали, что с началом нового месяца все встанет на свои места. Главный негатив исходил с внешнего рынка, где доходность демонстрировала впечатляющие темпы роста, в течение недели по UST'10, взлетев с примерно 5% до 5.12% годовых, установив многолетние максимумы. Хотя такая динамика на американском долговом рынке наблюдается с начала года.

В таких условиях инвесторам в рублевые облигации трудно найти повод для покупок, даже укрепляющийся рубль не спасает ситуацию. Только за прошлую неделю курс рубля к доллару повысился почти на 20 копеек, достигнув шестилетнего максимума. В этих условиях Банк России принимал активное участие в торгах, покупая американскую валюту, что в частности позволило с минимальными трудностями преодолеть период налоговых платежей, ставки overnight не превышали 3-5% годовых, тогда как в аналогичные периоды других месяцев приходилось обращаться к ЦБ РФ за кредитом по ставкам 6-7% годовых.

В результате, бумаги первого эшелона по итогам недели принесли инвесторам нулевую доходность. Негативные тенденции на долговом рынке привели к тому, что даже по выпускам второго/третьего эшелона доход составил в среднем не выше 7-9% годовых.

Гораздо более интересным, на наш взгляд, на прошлой неделе был первичный рынок. Размер «переподписки» на прошедших аукционах (20-30%) указывает на сдержанный спрос со стороны инвесторов на рублевые бумаги. По всем размещающимся выпускам, включая региональные, по нашим оценкам, была предоставлена премия к рынку, что указывает на нейтрально-негативную оценку инвесторами краткосрочных перспектив рынка. На текущей неделе размещаться будет только Банк Национальная Факторинговая Компания на 1 млрд. руб., выпуск Автоприбора будет размещен по закрытой подписке. Другие планы по выходу на рынок облигаций приходятся только на вторую половину месяца. Мы считаем это обоснованным с учетом майских праздников и высокой волатильности долгового рынка перед важными событиями в США.

Текущая конъюнктура долгового рынка продолжится на этой неделе, так как ближайшее главное событие – заседание Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США – состоится только 10 мая, в связи с чем на рынке будет наблюдаться относительная стабильность. Для рублевого рынка облигаций в настоящий момент важен вопрос, как стремительно укрепляющийся курс рубля отразится на ценах. Пока котировки долгосрочных форвардных контрактов на руб/долл предполагают близкую к нулевой валютную премию, соответственно,

сокращения спреда к базовым активам за счет этого компонента не происходит. В этой связи в последнее время на фоне роста доходности на внешнем долговом рынке спред не сокращался и предпосылок для его сокращения в будущем мы не видим. На наш взгляд, основные положительные факторы сохраняют свою силу: на валютном рынке установился тренд к падению доллара, на этом фоне, а также в связи с началом нового месяца стоимость рублевых средств достигнет минимальных значений порядка 1% годовых. В тоже время, сохраняющиеся риски роста доходности базовых активов оставляют угрозу расширения спреда.

На основе чего, мы продолжаем придерживаться базовой инвестиционной стратегии – вложение в бумаги срочностью не более 1-1.5 лет с высоким купоном, как основного источника дохода в данных обстоятельствах. Среди наших фаворитов следующие выпуски: ПИТ 2в (0.4 года, УТР 7.1% годовых), Ленэнерго (1 год, УТМ 8.8% годовых), ЮТК 1в (0.4 года, УТМ 8.5% годовых), СамараАвиа (0.86 года, УТМ 11.7% годовых), Севкабель 2в (0.6 года, УТР 11.1% годовых).

Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель председателя Правления Сапрыкин Константин Викторович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Анализ финансовых рынков		
Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Красникова Мария	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5666)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Долговые инструменты		
Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)
Долговой рынок капитала		
Бахшиян Шаген	BahshiyansG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	BarkovDV@banksoyuz.ru	729-55-00 (5653)
Брокерское обслуживание и доверительное управление		
Ищенко Николай	broker@banksoyuz.ru	729-55-00 (5681)
Бабаджанов Сухроб	BabadzanovSS@banksoyuz.ru	729-55-00 (5476)
Операции на фондовых рынках		
Подставкин Алексей	lexa@banksoyuz.ru	729-55-61 (5391)
Кононов Максим	Maxim.Kononov@banksoyuz.ru	729-55-00 (5660)
Спаскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Шомахов Павел	ShomahovPY@banksoyuz.ru	729-55-61 (5389)
Денежные рынки		
Спиридонов Александр	SpiridonovAB@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, или и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00