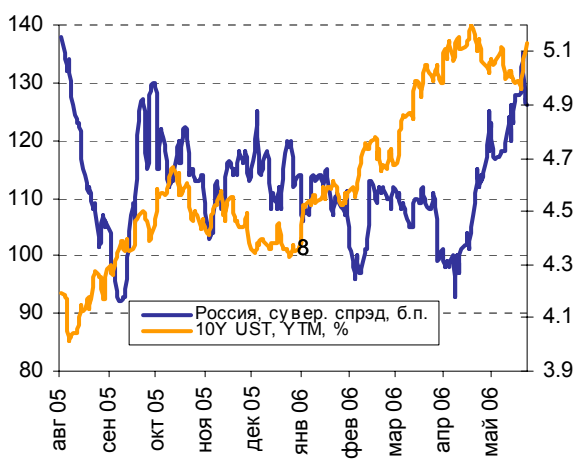


Еженедельный обзор

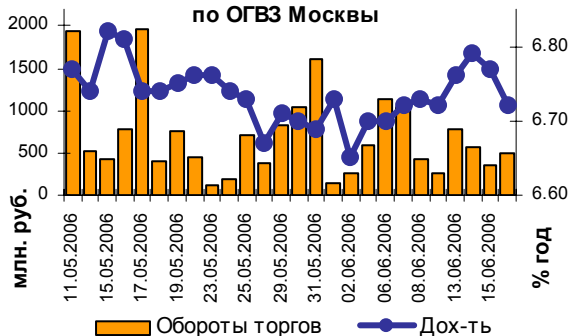
 Богословский Д.
Лукьянов П.

20 июня 2006 г.

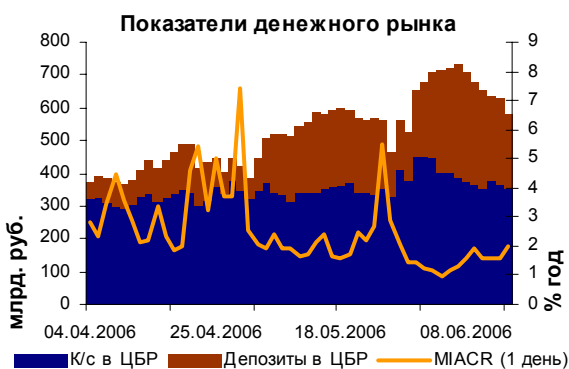
Индикаторы рынка



Динамика оборота торгов и доходности по ОГВЗ Москвы



Обороты торгов Дох-ть



Показатели денежного рынка

К/с в ЦБР Депозиты в ЦБР MIACR (1 день)

Показатель	Тек. знач.	↑↓ за неделю
Индекс RCBI-c	139.300	0.83%
Индекс PTC	1336.510	-1.92%
RUX-Cbonds	194.040	0.08%
Спрэд EMBI+, б.п.	219.000	-5.000
Yld. 10Y UST, %	5.135	0.152
Курс USD/RUR	26.9869	-0.021
Курс EUR/USD	1.2642	-0.004
Нефть, Urals, долл.	60.50	-3.480

Взгляд на рынок

Рынок валютных облигаций

До конца июня рост доходности 10Y UST продолжится, и при нынешнем отношении инвесторов к риску уровень 5.20-5.25% выглядит вполне реальным. Дно по суверенным еврооблигациям еще не достигнуто, и какое-либо восстановление возможно только после заседания FOMC в конце июня. Занимаем негативную позицию по корпоративным еврооблигациям, рекомендуем продавать бумаги при возможности

Рынок рублевых облигаций

Долговой рынок сейчас находится под давлением растущих ставок, по всей видимости, ФРС ставка поднимет как минимум до 5.25% годовых, что оставляет мало шансов на установление тенденции к снижению доходности. На этом фоне по рублевым облигациям продолжится вялотекущая боковая динамика, возможно до конца июня. В этих условиях мы рекомендуем выйти из длинных облигаций и вновь обратить внимание на бумаги с короткой дюрацией. Спекуляции в ликвидных долгосрочных облигациях вряд ли обеспечат стабильную доходность.

Валютный и денежный рынки

В краткосрочной перспективе по нашему мнению доллар будет сохранять сильные позиции в ожидании итогов заседания ФРС, но в среднесрочной и долгосрочной перспективе американская валюта будет слабеть. В итоге, на текущей неделе ожидаем нейтральных торгов по паре евро/долл в диапазоне 1.2500-1.2680. Мы ожидаем повышенные ставки overnight до конца месяца, что будет сдерживать внутренних инвесторов от покупок.

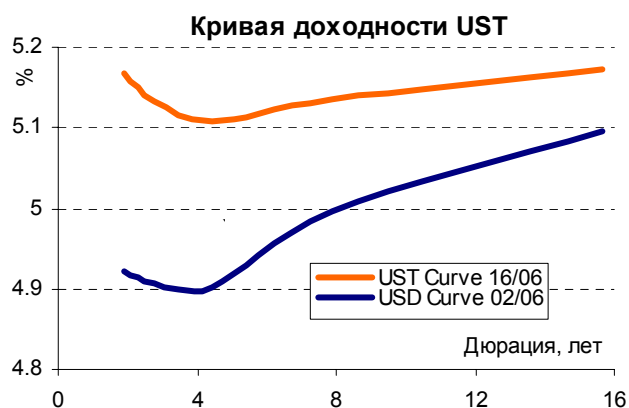
Торговые идеи

- «Играть» на выравнивании кривой доходности UST и Bunds;
- Усилить портфель глобальных облигаций за счет средних выпусков с высоким купоном;
- Продавать корпоративные российские еврооблигации
- Наш спекулятивный портфель мы закрываем, и средства от продажи рекомендуем инвестировать в инвестиционный портфель

Рынок внешних долгов

Базовые активы

Базовые активы не устояли против целой серии сильных публикаций по инфляции и экономике США на прошлой неделе, что привело к переоценке прогноза процентных ставок и росту доходности индикативных 10Y UST с 4.97 до 5.135%. Базовые значения индексов потребительских и оптовых цен на уровне 0.3% в мае (ожидалось 0.2%) окончательно убедили рынок в том, что ставка Feds Funds будет повышена в июне. При этом уже вероятность аналогичного шага в августе оценивается на уровне 50%. Ужесточение денежной политики в США оказывает давление, прежде всего, на короткие бумаги, доходность которых за неделю выросла на 16 б.п., при этом их спрэд к 10Y UST увеличился до -3.6 б.п. Однако длинные бумаги также снижались, в том числе, благодаря восстановлению аппетита на риск. Признаки усиления экономики США, а значит и потребительского спроса, привели к покупкам таких рискованных сегментов как мировые фондовые рынки и инструменты emerging markets и частичному выходу из «тихой гавани» базовых активов. На новой неделе важных данных не ожидается, поэтому рынок, скорее всего, продолжит закладываться на продолжение ужесточения денежной политики в США. Таким образом, до конца июня рост доходности 10Y UST продолжится, и при нынешнем отношении инвесторов к риску уровень 5.20-5.25% выглядит вполне реальным. При этом короткий конец по-прежнему будет отставать от более длинных бумаг, поэтому ожидаем, что кривая доходности может принять еще более инверсивную форму.



Долги Emerging Markets

На прошлой неделе мы увидели еще один отскок высокорискованных долгов EM, второй после распродаж, начавшихся 11 мая. Речь не идет о ралли и массовых покупках суверенных еврооблигаций, но сильные данные по экономике США и Европы (надежды на укрепление потребительского спроса в этих странах) вызвали спрос на подешевевшие долги EM. Это сопровождалось небольшим улучшением отношения инвесторов к риску: спрэд EMBI+ сократился с 224 до 219 б.п. Наиболее сильную динамику показали долги Бразилии, Филиппин и Турции, которые, будучи одними из самых ликвидных инструментов в сегменте, воспользовались восстановлением аппетита на риск. Страновые новости по указанным эмитентам (за исключением Турции, которая больше росла на технических факторах) также носили позитивный характер. Бразилия получила одобрение кредита Всемирного Банка на \$1 млрд., при этом продолжает проводить грамотную бюджетную политику. В свою очередь Филиппины в мае зафиксировали бюджетный профицит, который позволяет надеяться на достижение заявленных целей на конец

года. Тем не менее, в Филиппинах позитив может скоро испариться, поскольку страна еще не выполнила свою программу внешних заимствований на текущий год, и уже поручила международным банкам организацию выпуска на \$1 млрд. У Филиппин еще остается время для маневра, и, возможно, бумаги будут выпущены только в начале осени. Однако, мы не думаем, что конъюнктура улучшится настолько, чтобы получилась экономия, поэтому технически долги страны выглядят достаточно уязвимыми. В последние дни долги развивающихся стран больше зависели от общего отношения инвесторов к риску, поэтому их корреляция с фондовым рынком стремилась к единице. Однако мы считаем, что в ближайшие недели рост доходности базовых активов снова выйдет на первый план, и даже при сохранении стабильных спрэдов, будет вызывать технические продажи. Поэтому мы считаем, что дно по суверенным еврооблигациям еще не достигнуто, и какое-либо восстановление возможно только после заседания FOMC в конце июня, которое может пролить небольшой свет на дальнейшую перспективу ставок. Однако играть на понижение мы также не рекомендуем. Высокая волатильность будет означать нервные торги, инвесторам будет сложно определить точки входа и выхода. Поэтому оптимальной стратегией остается «сидеть» в средних бумагах с высоким купоном, которые в силу более низкой ликвидности меньше подвержены волатильности. Например, Бразилия'14,20, Колумбия'15, Мексика'16, Венесуэла'18.

Еврооблигации российских заемщиков

Российские бумаги всю неделю торговались хуже рынка, как минимум, по трем причинам. Во-первых, рост доходности UST даже при небольшом снижении спрэда вызывал продажи в российском сегменте. Во-вторых, некоторые инвесторы разочаровались медленным ходом переговоров с Парижским клубом о досрочном погашении долга. В-третьих, участники рынка стараются избавиться от портфелей корпоративных еврооблигаций, однако на рынке нет реальных покупателей, поэтому приходится хеджироваться путем продажи России'30. В начале новой недели в ходе торгов индикативная тридцатка достигала локального минимума 106.25%. Мы ожидаем дальнейшего снижения на фоне предполагаемого роста доходности базовых активов. Хотя окончательная точка в переговорах о досрочном погашении долгов Парижскому Клубу на \$20 млрд. еще не поставлена, один из вариантов может устроить все стороны. Чуть более половины долга может быть погашена по номиналу, остальная – с небольшой премией. Даже в этом случае РФ сэкономит около \$7 млрд. Таким образом, бумаги Arises, скорее всего, будут выглядеть предпочтительнее суверенных российских еврооблигаций.

Перспективы корпоративных бумаг достаточно слабые. Подъем Северстали на новости о сделке с Arcelor практически испарился, тем более, что у сделки появились неясности. Негатив по Вымпелкому (налоговые претензии на 1.9 млрд. руб.) окажет давление на валютные ноты компании. Новость о покупке Абрамовичем 41% Евразхолдинга пока не нашла отражения на рынке. В целом занимаем негативную позицию по корпоративному долгу, рекомендуем продавать бумаги при возможности.

Рынок внутренних долгов

На рынке рублевых облигаций на прошлой неделе колебания цен носили разнонаправленный характер и в результате инвесторы в среднем могли получить доход порядка 5% годовых (по индексу Cbonds). При этом активность торгов снижалась.

После некоторого позитива в конце мая – начале июня рынок рублевых облигаций стал терять ликвидность и «сползать» в рамки бокового тренда. Причиной этому по нашему мнению, высокая неопределенность и «нервозность» не только на внешнем долговом рынке, но и на мировых фондовых рынках. В основе такой ситуации лежит неуверенность ФРС в дальнейшем направлении денежно-кредитной политики и подчас противоположные по смыслу высказывания высокопоставленных чиновников. Смена настроений инвесторов по отношению к развивающимся рынкам также приводит к разнонаправленным движениям, в том числе и на рынке рублевых облигаций.

Долговой рынок сейчас находится под давлением растущих ставок, по всей видимости, ФРС ставка поднимет как минимум до 5.25% годовых, что оставляет мало шансов на установление тенденции к снижению доходности. На этом фоне по рублевым облигациям продолжится вялотекущая боковая динамика. И вполне возможно продлится она как минимум до конца июня.

В этих условиях мы рекомендуем выйти из длинных облигаций и вновь обратить внимание на бумаги с короткой дюрацией. Спекуляции в ликвидных долгосрочных облигациях вряд ли обеспечат стабильную доходность. С наступлением периода налоговых платежей появились признаки роста ставки денежного рынка. В отличие от предыдущего месяца, когда сохранению минимальной стоимости рублевых средств способствовала динамика валютного рынка, на этот раз доллар чувствует себя достаточно уверенно на рынке FOREX, поэтому и давление на внутреннем рынке на американскую валюту практически не оказывается, в связи с чем ЦБ РФ не принимает активного участия в торгах, и не печатает рубли. Соответственно мы ожидаем повышенные ставки overnight до конца месяца, что будет сдерживать внутренних инвесторов от покупок. Аналогично, инвесторам в рублевые облигации не следует ожидать поддержки и с валютного рынка, где с высокой долей вероятности курс рубля будет находиться около отметки 27 руб/долл. Как следствие выше описанных факторов мы ожидаем на текущей неделе нейтрально-негативной динамики цен по рублевым облигациям.

Наш спекулятивный портфель мы закрываем, и средства от продажи рекомендуем инвестировать в инвестиционный портфель, который мы дополняем, вышедшим на рынок выпуском облигаций Дикой Орхидеи.

Инвестиционный портфель

	Дюрация, лет	Доходность, % год	Купон, % год
Ленэнерго	0.6	9.2	10.25
ИжАвто	0.6	12	10.7
СамараАвиа	0.55	11.9	14
Севкабель 2в	0.42	11.23	11.5
Русагро	0.43	11.95	11.66
Санвэй	0.72	10.4	11.66
Дикая Орхидея	1.15	12.1	11.3

Валютный рынок

Главные спекуляции на валютном рынке сейчас строятся вокруг заявлений представителей ФРС США относительно инфляции, которые вводят в заблуждение инвесторов, но в целом указывают на решимость ФРС бороться с инфляцией с помощью повышения ставки рефинансирования.

В последние дни динамику валютного рынка определили два события: увеличение вероятности повышения ставки ФРС на ближайших заседаниях и умеренное повышение ставки ЕЦБ.

Ситуация с денежно-кредитной политикой Центрального Банка Европы достаточно ясна, повышение ставки на 0.25 п.п. происходит примерно раз в квартал. На последнем заседании ставка была увеличена до 2.75% годовых. Напомним, что до этого пересмотр был в марте 2006 и декабре 2005 года. На основе чего следующего шага от ЕЦБ ждем на августовском заседании. Интрига в июне была связана с тем, что на основе макроэкономических данных инвесторы считали возможным повышение ставки сразу на 0.5 п.п., соответственно эта вероятность была учтена в котировках единой валюты. Поэтому после повышения только на 0.25 п.п., как мы и ожидали, начались продажи евро. В результате пара евро/долл пробила вниз устойчивый диапазон 1.2700-1.2900. В последствии, подпитываемые словесными интервенциями глав Федеральных Резервных Банков США относительно необходимости борьбы с инфляцией инвесторы продолжили продажу евро, котировки достигали уровня 1.2530 с последующей консолидацией около 1.2600.

Что касается денежно-кредитной политики США, то в результате озабоченности членов ФРС инфляционным давлением и поступившими данными по ценовым индексам, существенно выросли ожидания дальнейшего повышения ставки. Инвесторы оценивают вероятность увеличения ставки на июньском заседании практически в 100%, и уже в 30-40% на следующем - в августе. Но рынок, и не только валютный, остается волатильным. И основной причиной тому является неуверенность самих членов ФРС в дальнейших действиях, о чем говорилось в стенограмме последнего заседания. Заявления Б. Бернанке на прошлой неделе послужили еще одним фактором нервозности. Сначала он сказал, что надо быть бдительным по отношению к инфляции, которая находится возле верхней границы «комфортного» диапазона. Но в последствии новые его слова шли несколько в разрез с предыдущим заявлением. Он сказал, что высокие цены на нефть пока не переносятся на потребительский сектор.

Основное событие ближайших двух недель – заседание ФРС по ставке, которое состоится 28-29 июня. До этого момента существенных макроэкономических данных, способных повлиять на решение ФРС не ожидается, отметим лишь статистику по недвижности в США. Мы считаем, что ставка на июньском заседании будет повышена до 5.25% годовых. И даже не только по причине высокой инфляции, но и из-за необходимости привлечения инвестиций для финансирования растущих дефицитов платежного баланса. Экономические индикаторы, хоть уже и не столь уверенно указывают на рост, но то, что экономика США пока еще достаточно «твердо стоит на ногах» не вызывает сомнения. В этой связи у ФРС есть некоторое «поле для маневра». Но мы пока не разделяем мнение рынка о высокой

доли вероятности повышения ставки в августе, так как массированные словесные интервенции со стороны глав ФРБ уж очень существенно повлияли на мнение инвесторов, которые еще несколько дней назад считали, что в июне ставка будет повышена с вероятностью около 50%.

В краткосрочной перспективе по нашему мнению доллар будет сохранять сильные позиции в ожидании итогов заседания ФРС, но в среднесрочной и долгосрочной перспективе американская валюта будет слабеть. Отмечаем противоположное движение после публикации данных по инфляции в США, после которых заметно возросла вероятность повышения ставки, но инвесторы начали продавать доллар, что говорит, что на рынке преобладают все же негативные для американской валюты настроения. В итоге, на текущей неделе ожидаем нейтральных торгов по паре евро/долл в диапазоне 1.2500-1.2680.

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 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 намереваются 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