

# Российский рынок облигаций

Ежедневный бюллетень инвестора

**A'LEMAR**  
INVESTMENT GROUP

## Взгляд на рынок

### МАКРОЭКОНОМИКА

Руководство Федеральной резервной системы (ФРС) США все больше обеспокоено необходимостью вести войну на два фронта: с медленным экономическим ростом и высокой инфляцией, свидетельствует протокол последнего заседания Комитета по открытым рынкам, которое прошло 29-30 апреля. Протокол подтвердил, что, скорее всего, ЦБ США будет держать процентные ставки на стабильном уровне в течение большей части 2008 г. "Риски для экономического роста сейчас, по оценке, более тесно сбалансированы с рисками инфляции", – говорится в протоколе, опубликованном с традиционным 3-недельным лагом. Согласно документу, решение о снижении базовой ставки на 0.25 п.п. было принято в апреле с очень небольшим перевесом.

### БАЗОВЫЕ АКТИВЫ

Ставки казначейских обязательств США вновь устремились вверх на фоне очередного подтверждения того, что ФРС не собирается изменять стоимость кредитных ресурсов в среднесрочной перспективе. Наибольшее давление сказывается на кратко- и среднесрочных выпусках, однако спрэд между 2 и 10-летними US Treasuries колеблется около 140 б.п.

### РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Глобальное снижение фондовых индексов и рост ставок базовых активов не смог "раскатать" рынок евробондов EM. По-прежнему суверенные спрэды изменяются лишь из-за US Treasuries, однако более стабильно выглядят нефтедобывающие страны с относительно невысокой долей спекулятивного капитала. Выпуск "Russia'30" вчера снизился в цене до 115.6 (-0.20) п.п., однако его спрэд к UST сократился до 148 (-3) б.п.

### РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Позитивные настроения на рынке рублевого долга перешли на среду. Денежный рынок выглядит сильным, чем и пользуются участники рынка. Фактор повышения ставок ЦБ, особенно после публикации инфляционных данных с начала мая, оказывает сдерживающий эффект на сектор госбумаг.

	Value	1d chg net	Year min	Year max
<b>Долговой рынок</b>				
UST 10Y Yield	3.81 %	0.03	3.12	5.31
UST 2Y Yield	2.39 %	0.10	1.28	5.14
EMBI+ Gl. Spread	258 п.	-3	149	327
Russia'30 Price	115.60 п.	-0.22	108.3	116.1
Russia'30 Spread	148 б.п.	-3	84	211
Cbonds RUX	110.15 п.	0.01	108.9	113.5
Cbonds MUNI	100.75 п.	0.05	100.6	105.4

<b>Денежный рынок</b>				
Остатки на к/с в ЦБ*	579.7 R bln	-75.5	383.3	964.3
Депозиты в ЦБ*	279.3 R bln	103.6	66.5	1298
MIBOR 1d	3.7 %	-0.28	2.36	8.35
Libor USD 1M	2.40 %	-0.03	2.45	5.82
Libor USD 3M	2.638 %	-0.02	2.54	5.73
Libor USD 1Y	2.95 %	-0.02	2.18	5.51

<b>Валютный рынок</b>				
RUR/USD	23.56 руб.	-0.16	23.32	26.04
RUR/EUR	37.21 руб.	0.12	34.56	37.29
EUR/USD	1.5795 \$	0.01	1.3303	1.599
NDF RUB/USD 1W	3.88 %	-0.03	-29.45	40.93
NDF RUB/USD 1M	4.02 %	0.04	-3.67	14.77

<b>Сырьевой рынок</b>				
Нефть Urals	126.8 \$/бар	5.3	64.2	126.8
Нефть Brent	130.6 \$/бар	7.5	67.9	130.6
Золото	932.6 \$/унц	0.0	640.9	1003.0
Никель	25200 \$/т	-800	17525	51600

Источник: Bloomberg

## Макроэкономика

### США

По мнению ряда участников заседания, дальнейшее снижение ставки, составляющее сейчас 2%, "вряд ли может быть адекватным", если только поступающие статданные не покажут значительного ухудшения перспектив экономики США. Содержащиеся в протоколе оценки более пессимистичны, если сравнивать их с январскими. Новые прогнозы членов Комитета в отношении роста ВВП США также оказались существенно ниже январских. По мнению ряда членов Комитета, говорится в протоколе, процентные ставки смогут обеспечить только "постепенное" возвращение экономики к нормальным темпам роста. Руководители ФРС, согласно обновленному прогнозу, опубликованному в среду, снизили свои оценки роста экономики США на 2008 г. до 0.3-1.2% (последний, январский, прогноз составлял 1.3-2%). Безработица в конце года ожидается ими на уровне 5.5-5.7% против прежних 5.2-5.3%. В будущем году рост ВВП может составить 2-2.8%, безработица – 5.2-5.7%; что также несколько хуже январских прогнозов. В то же время оценки инфляции стали, напротив, выше. Рост потребительских цен (по индексу personal consumption expenditures) может составить в этом году 3.1-3.4%, что выше прежних прогнозов ФРС на целый процентный пункт. Без учета продуктов питания и топлива цены могут вырасти на 2.2-2.4% (было 2-2.2%). В 2009 г. этот показатель может составить 1.9- 2.1%, то есть окажется на самой верхней границе целевого коридора ЦБ.

Согласно котировкам фьючерсов, по итогам заседания 24-25 июня ФРС с 88% вероятностью сохранит процентную ставку без изменений: на уровне 2%. Шансы на повышение стоимости кредитов overnight до 2.25% до конца года оцениваются сейчас на уровне 37%. Последние две недели руководители ФРС сигнализировали о возросших рисках инфляции, подтверждая эти ожидания рынка.

Инфляция повысилась до значений, которые являются "неприемлемыми", заявил в Оклахоме глава Федерального резервного банка Канзаса Томас Хениг. Президент банка Далласа Ричард Фишер считает, что экономике США угрожает длительный период медленного роста, по итогам которого страна может также столкнуться с более высокой, чем этого бы хотелось, инфляцией. Заместитель председателя ФРС Дональд Кон сказал на этой неделе, что уже произведенное ЦБ США снижение процентных ставок сможет постепенно оживить экономику США. "Как представляется, монетарная политика адекватно соответствует задаче повышения в среднесрочной перспективе занятости и снижения инфляции", – сказал Д. Кон, отметив, что низкие процентные ставки и возврат налогов обеспечат ускорение роста экономики США в течение 18 месяцев. "Ряд факторов свидетельствует, что оживление может быть относительно сдержанным", – считает Д. Кон. Экономисты ожидают, что в текущем квартале рост ВВП США составит лишь 0.1%.

### ЛИКВИДНОСТЬ И СТАВКИ

Показатель рублевой ликвидности сегодня утром составил 859.0 (+28.1) млрд руб. Структура ликвидности выглядит следующим образом: остатки на корсчетах снизились до 579.7 (-75.5) млрд руб., тогда как депозиты банков в ЦБ составили 279.3 (+103.6) млрд руб. Переток средств в корсчетах на депозиты, вероятно, вызван предстоящими на следующей неделе налоговыми платежами. Ставки рынка МБК остаются низкими (3.25-3.75 по однодневным кредитам). Объем операций РЕПО ЦБ вчера составил всего 7.0 млрд руб. Показатель рублевой ликвидности остается сильным, а грядущие на следующей неделе налоговые платежи вряд ли спровоцируют дефицит.

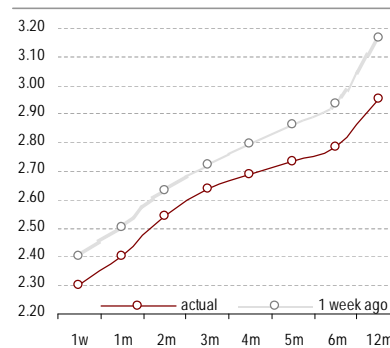
Кривая ставок LIBOR (USD) вчера опустилась в среднем на 2 б.п.: 1М LIBOR составляет 2.40%, 3М LIBOR – 2.64%, 12М LIBOR – 2.95%. Ставки российских NDF в краткосрочном сегменте остались в диапазоне 4-5%, 12-месячная ставка составляет 5.65 (+0.06) п.п.

## Локальный долговой рынок

### ИНВЕСТИЦИИ: ФОКУС НА ЛИКВИДНОСТЬ

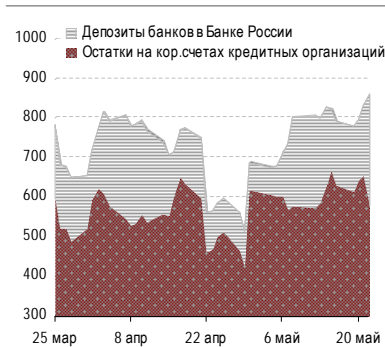
Еще один позитивный день прошел на рынке рублевого долга. Режим торгов фактически был идентичным вторнику, разве что ценовые изменения были более существенны. Спросом пользовались выпуски первого уровня, при этом наиболее активные покупки прошли в бумагах с высокой дюрацией. Явный фаворит рынка – выпуски сектора электроэнергетики: цена большинства выпусков ФСК поднялась еще на 0.1-0.6 п.п., а выпуск ГидроОГК подорожал еще на 0.3 п.п. Выпуски Москвы лидировали по оборотам, однако ценовые изменения оказались минимальны. Спрос на качественные выпуски второго эшелона также присутствовал. Однако здесь характер предпочтений сместился в пользу коротких выпусков.

Кривая ставок LIBOR (USD)



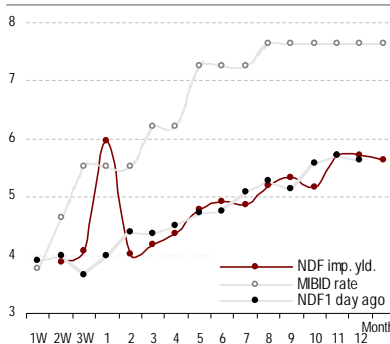
Источник: Bloomberg

Уровень рублевой ликвидности (млрд руб.)



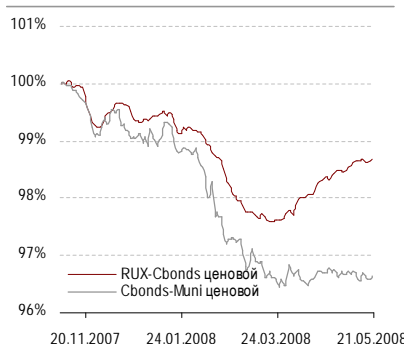
Источник: ЦБ РФ

NDF RUR/USD, MBID rate (%)



Источник: Bloomberg

Нормализованные долговые индексы



Источник: www.Cbonds.ru

Денежный рынок и затишье во внешних долгах позволяют рынку сохранять оптимизм. В то же время поступившие вчера данные по инфляции могут стать поводом для ограничения покупок в "фишках". Инфляционное давление не думает ослабевать, поэтому следует ожидать ответных мер от ЦБ РФ. Вполне вероятно, что в ближайшее время ЦБ пойдет на очередное (и, возможно, более резкое) повышение ставок, что "убьет" рынок ОФЗ и сбавит привлекательность корпоративных выпусков первого уровня. Очередные "непроцентные" меры ЦБ также могут вернуть рынок в состояние неопределенности. В этой ситуации в качестве защитных активов могут выступить выпуски второго "эшелона" с близкими сроками погашения.

*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>
Трейдера	
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».