

Конъюнктура рынка за неделю

- *Ограничивает ли ОФЗ снижение ставок?*

- *Факторы влияния текущей недели.*

ГКО-ОФЗ

Прошедшая неделя не привнесла на рынок федеральных облигаций ничего нового. Котировки большинства займов оставались на стабильном уровне, чему способствовало отсутствие новых первичных размещений – практически единственного на текущий момент фактора для появления движений в сегменте ГКО-ОФЗ.

Доходность долгосрочных выпусков установилась на уровне – по ОФЗ 46002 – 7,73% годовых, ОФЗ 46014 – 7,96 % годовых, наиболее длинного по дюрации займа 46017 – 8,18% годовых, что в принципе соответствует сложившимся спредам.

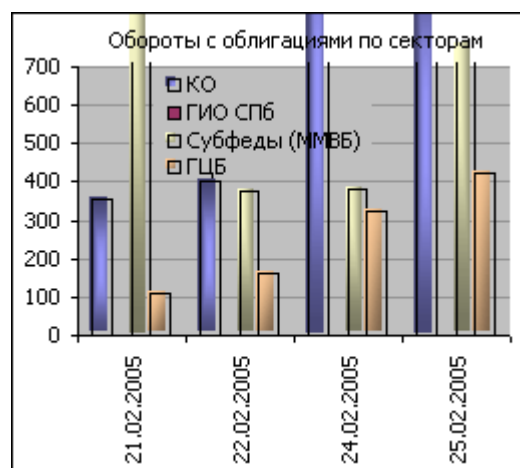
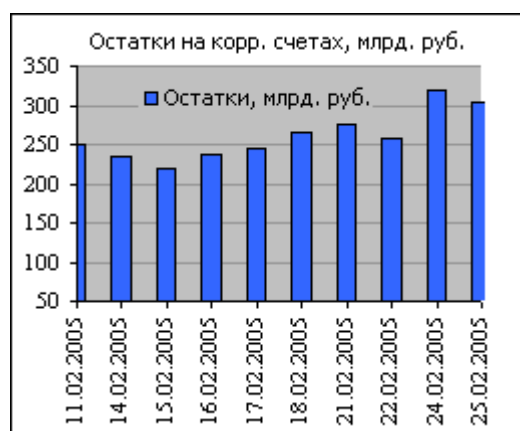
В среднесрочной перспективе, значительных факторов, которые могут повлиять на формирование конъюнктуры в сегменте ОФЗ, не наблюдается. Колебания доходности в сегменте ограничено достаточно узким коридором.

Появившееся сообщение о доразмещении выпуска 46017 из портфеля Минфина, на мой взгляд, предполагает возможность попробовать сыграть на известной схеме «покупка на аукционе с премией – продажа на вторичке». С учетом того, что в прошлый раз выпуск отсекали по доходности 8,29% годовых, а затем займ сразу ушел на уровень 8,18% годовых, в этот раз можно ожидать повторения данного сценария. Таким образом, рекомендую покупку займа на аукционе на уровне 8,27-8,30% годовых, ограниченным объемом средств (до 50 млн. рублей), дабы не возникло проблем с фиксацией прибыли.

В последнее время влияние сегмента федеральных бумаг на другие сектора долгового рынка сводится к ограничению уровня минимальных ставок доходности. Теоретически, предоставляя альтернативу, например, московским бондам при перспективе снижения их доходности, рынок ГКО-ОФЗ играет роль искусственного ограничителя. Однако, на мой взгляд, при сохранении текущей ситуации с высоким уровнем банковской ликвидности, я не исключаю, что сложившаяся практика может быть изменена – возможно установление и отрицательных спредов по доходности между федеральными займами и

Индикаторы

Индикатор	Данные на 21/02/05	Данные на 25/02/05	Изменение
Курс USD ЦБ РФ	27.94	27.77	-0.16
Остатки на корп. счетах	276.2	304	27.8
ЗВР млрд. \$	125.40	129.20	3.80
Dow Jones	10611.2	10841.6	230.4
NASDAQ	2030.32	2065.4	35.08
Нефть Brent	45.58	50.25	4.67
Нефть URALS	41.29	46.05	4.76
PTC	674.62	701.35	26.73



московскими облигациями.

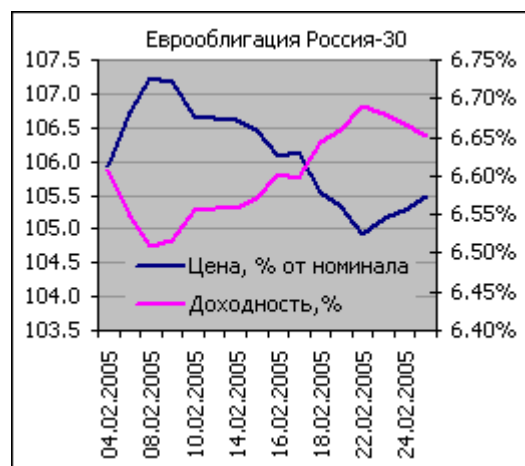
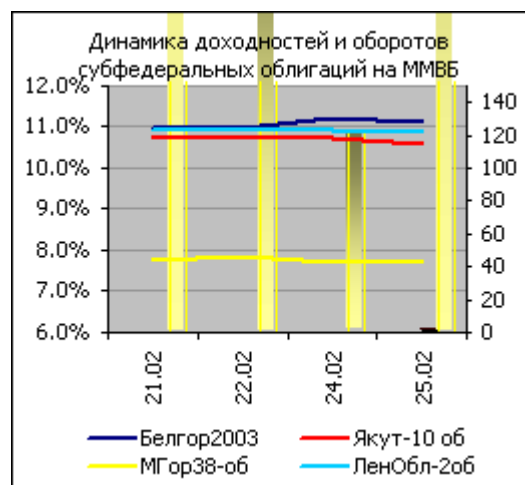
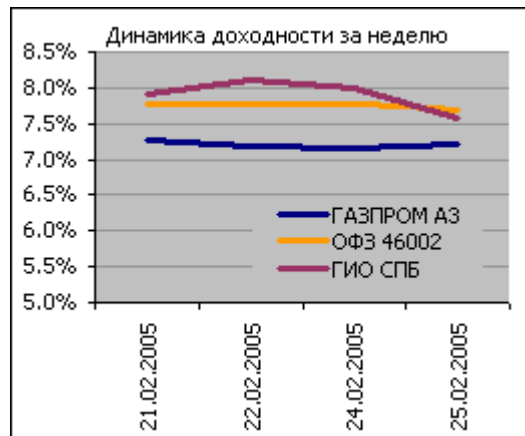
Объяснить это можно следующим – текущая природа сегмента ОФЗ носит скорее инвестиционный характер, небольшое количество операторов ограничивает волатильность котировок. Рынок же московских займов скорее спекулятивный, несмотря на то, что часть бумаг и оседает в консервативных портфелях, большинство участников покупают эти займы в расчете на дальнейший рост котировок, и соответственно получение дополнительного дохода.

Теперь рассмотрим ситуацию, что повышенный спрос на московские облигации, например за счет клиентского заказа одного из нерезидентов (эмитент подтверждает, что часть его бумаг находится в портфелях западных участников, и в отличие от Минфина никак этому не препятствует) приводит к росту цен на выпуски и к достижению уровня доходности ниже, чем по сопоставимым займам ОФЗ. По существующей теории, облигации федеральных займов за счет более высокого уровня ставок становятся более интересными, и клиенты начинают перераспределять портфели из московских бумаг в пользу ОФЗ. Однако мы забываем, что покупка ОФЗ абсолютно не факт, что приведет к росту стоимости этих бумаг – эмитент будет охотно доразмещать выпуски, удовлетворяя появляющийся спрос. Текущий уровень доходности по ОФЗ устраивает и Минфин и основных держателей государственного долга и вряд ли эмитент пойдет на его снижение в угоду спекулянтам. Кроме того, у инвесторов могут возникнуть проблемы с дальнейшей фиксацией прибыли, если предположить, что доходностям ОФЗ все же позволят снизиться – выкупать бумаги кроме Сбера и Минфина будет некому, а они вряд ли будут это делать.

Таким образом, считаю, что кривая ОФЗ является в настоящее время скорее не фактической, а психологической преградой для дальнейшего снижения доходности.

Собственными силами, российские участники пока вряд ли смогут сдвинуть ставки по московским облигациям с текущих уровней, однако исходя из вышесказанного, удивляться отрицательным спредам между Москвой и ОФЗ при возникновении новой волны «западного» спроса, не стоит.

В. Малиновский



Субфедеральные облигации

Короткая неделя 21-25 февраля в сегменте субфедеральных займов выдалась достаточно спокойной – движение в московских займах было минимальным, по эмитентам второго-третьего эшелона продолжались неагрессивные покупки, в результате которых доходности по большинству выпусков снизились в среднем на 0,2-0,4%.

В отсутствие новых первичных размещений с одной стороны и значительного объема свободных средств у операторов торгов с другой стороны, основной торговой идеей на рынке является сокращение спрэдов по доходности между эшелонами и поиск относительно недооцененных выпусков среди близких по качеству эмитентов.

На рынке существует несколько эмитентов, между облигациями которых сложились устоявшиеся спрэды, соответственно при движении в бумагах одного из данных эмитентов можно попробовать сыграть на аналогичном движении в «облигациях- партнерах».

Так одним из примеров таких регионов можно выделить республику Коми и Ленинградскую область, среди займов которых имеет смысл сравнивать следующие пары: Коми06 и Ленобл02, Коми07 и Ленобл03. Срочность этих займов, а также кредитное качество эмитентов очень близки, поэтому игра на поддержании спрэдов в данных бумагах целесообразна.

В качестве еще одной «пары» можно рассматривать выпуски Тверской и Нижегородской области, которые также похожи как по срочности, так и качеству эмитентов.

В ближайшей перспективе можно ожидать сохранения текущей конъюнктуры, таким образом можно прогнозировать тенденцию к сокращению спрэдов между эшелонами. По моему мнению, наиболее перспективными бумагами остаются Новосибирская область 02 (после выхода на рынок после выплаты купона) – ближайшая цель 11,6% годовых, а также считаю справедливым сокращение спрэда между облигациями Коми и Лен. области с одной стороны и Московской области с другой. При этом частично сужение возможно и за счет некоторого роста ставок по займам Мос. области.

В. Малиновский

Корпоративные облигации

В настоящее время особых различий в тенденциях сегментов корпоративных и субфедеральных облигаций практически нет, практика к сокращению спрэдов между эшелонами, в то время как доходности голубых фишек стабилизировались, актуально для обоих секторов долгового рынка.

Таким образом, основные тенденции корпоративных облигаций прошедшей недели в целом описаны в разделе «Субфедеральные займы», поэтому более подробно остановлюсь на основных событиях и прогнозах недели текущей.

Во-первых, среди событий недели необходимо отметить два достаточно интересных аукциона.

На одном из них будет размещаться выпуск облигаций эмитента, относящегося к сегменту телекоммуникационных компаний – Северо-Западного Телекома. А с учетом того, что кредитоспособность компании находится на достаточно высоком уровне, сопоставимом с текущим бенчмарком телекоммуникационного сектора облигаций – Уралсвязьинформом, можно заранее прогнозировать значительный спрос на займ со стороны инвесторов. На конец недели мы прогнозировали «справедливую аукционную доходность» выпуска СЗТ к трехлетней оферте порядка 10,0 -10,4% годовых, однако реально может быть и несколько меньше.

Второй аукцион состоится по займу достаточно динамично развивающегося и, пожалуй, наиболее активного эмитента среди кредитных организаций на облигационном рынке – банка Русский Стандарт. Предварительно озвученные представителями организатора прогнозы о доходности займа порядка 9,55-9,7% годовых к оферте, на мой взгляд, близки к истине.

Аккумуляция средств в преддверии аукционов участниками рынка, может после их окончания привести к волне покупок за счет неудовлетворенных при размещении заявок. Таким образом, аукционы текущей недели станут скорее не фактором изъятия свободных средств, а наоборот, их привлечения на долговой рынок, что может повысить и так существенный спрос на долговые инструменты.

Еще одним важным событием недели можно считать выход на биржевую торговлю размещенных еще в прошедшем году трех выпусков РЖД и займа ФСК ЕЭС. Оба эмитента относятся к высококлассным заемщикам и могут оживить торговлю в сегменте голубых фишек, при этом не исключая некоторого, правда, незначительного снижения их доходности.

В ближайшей перспективе ориентиром для РЖД будут являться выпуски Газпрома, ФСК ЕЭС, скорее всего, сначала будет торговаться с некоторым спрэдом (порядка 0,3-0,5% по доходности) к РЖД и Газпрому, с перспективой его сокращения до 0,0-0,2%.

Из внешних факторов стоит отметить выход важных макроэкономических данных по рынку труда в США, однако с учетом того, что их публикация планируется только на пятницу, то и влияние на российский рынок распространится в конце пятницы и по итогам торгов в штатах – в рабочую субботу. По результатам появления данных возможны резкие колебания как на рынке доллар/евро, так и долговом.

Из факторов, которые пока не оказали заметного влияния, однако существенны при анализе, стоит отметить значительный рост котировок нефтяных контрактов. Влияние этого фактора как всегда двояко – с одной стороны новый всплеск объема нефтедолларов, поступающих в Россию, с другой – давление на экономику в США, а соответственно повышающиеся риски инфляции и роста процентных ставок.

В краткосрочной перспективе денежная ликвидность участников рынка будет продолжать поддерживать спрос на долговые инструменты, при этом продолжится тенденция к сужению спрэдов между бумагами второго-третьего эшелона к benchmark. Таким образом, в краткосрочной перспективе можно ожидать сохранения спроса на торгующийся junk и постепенный рост котировок по этим бумагам.

В. Малиновский

Новости рынка за неделю

❖ Инфляция в России по итогам января-февраля 2005 года составит порядка 3,7-3,9%. Об этом заявил министр экономического развития и торговли России Герман Греф. По словам министра, основную роль в процессе роста цен сыграли тарифы на транспорт и услуги ЖКХ.

Новости субъектов РФ

❖ 24 февраля 2005 г. Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг Вологодской области по обязательствам в иностранной валюте с «В» до «В+». Одновременно Standard & Poor's повысило рейтинг эмитента по национальной шкале с «ruA-» до «ruA». Прогноз изменения рейтингов — «Стабильный».

Новости корпоративных эмитентов

❖ 21 февраля 2005 г. компания Standard & Poor's сообщила о присвоении кредитного рейтинга «ruBBB+» по российской шкале выпуску приоритетных необеспеченных облигаций на сумму 3 млрд руб., планируемому ОАО «Северо-Западный Телеком» — российским телекоммуникационным оператором.

❖ Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's подтвердила рейтинг

корпоративного управления национального оператора дальней связи ОАО «Ростелеком» на уровне РКУ- 6 по международной шкале, сообщает агентство. В то же время, РКУ по российской национальной шкале был понижен с уровня РКУ- 6,4 до РКУ- 6.

❖ Размещение облигаций Банка Русский Стандарт запланировано на 1 марта, сообщается в официальном документе банка. Общий объем выпуска - 3 млрд. рублей. Государственный регистрационный номер - 40402289В от 27 января 2005 г. Ставка 1,2 купонов определится в ходе конкурса, который пройдет на ММВБ. 3-6 купоны - определяет эмитент, но не менее 5% годовых. Срок обращения - 3 года.

❖ Размещение облигаций 2 серии Альянс Русский Текстиль запланировано на март текущего года. Облигации планируется разместить на ММВБ по открытой подписке в виде конкурса по определению ставки 1 купона, остальные купоны определяет эмитент. Срок обращения - 4 года. Срок погашения первых 15% от номинальной стоимости Облигаций выпуска - в 728-й день с даты начала размещения, вторых 15% от номинальной стоимости - в 910-й день с даты начала размещения облигаций выпуска, третьих 15% от номинальной стоимости - в 1092-й день с даты начала размещения, четвертых 15% от номинальной стоимости - в 1274-й день с даты начала размещения Облигаций выпуска, оставшихся 40% от номинальной стоимости - в 1456-й день с даты начала размещения Облигаций.

❖ Совет директоров ОАО «Газпром» одобрил привлечение долгосрочного займа. Об этом говорится в сообщении «Газпрома». Речь идет о размещении еврооблигаций на сумму до €1 млрд или \$1 млрд со сроком обращения не менее трех лет. Размещение облигаций запланировано на 1 полугодие 2005 года. Выпуск еврооблигаций будет проходить в рамках программы по выпуску сертификатов участия, общий объем который предусмотрен до \$5 млрд. Структура займа будет аналогичной предыдущим 2 выпускам и будет проведена через специализированную компанию Gaz Capital S.A. (Люксембург), которая выпустит облигации участия в займе и разместит их среди иностранных инвесторов на Люксембургской бирже.

Новости размещений

❖ 22 февраля на ЗАО «ФБ ММВБ» размещен выпуск облигаций Закрытого акционерного общества «Инвестиционной компании «Элемтэ» объемом 200 млн. рублей. Поручительство по данному облигационному займу предоставлено ОАО «Таттелеком». Ставка первого купона определена на конкурсе в размере 13,50 % годовых. Эффективная доходность к оферте – 14,2 % годовых.

Вэб-инвест Банк

Россия, 125009 Москва,
ул. Большая Никитская д. 17 стр. 2
тел. (095) 937-77-38, (095) 771-65-37
Россия, 191124 Санкт-Петербург,
пл. Пролетарской Диктатуры д.6, офис 301,
тел. (812) 326-1350, (812) 326-1305

Отдел анализа рынка долговых обязательств
Начальник отдела Владимир Малиновский, v.malinovskiy@web-invest.ru
Аналитик Александр Панфилов a.panfilov@web-invest.ru

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как оферта к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни «Вэб-инвест Банк», ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.