

Рынок облигаций

НЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 12 мая 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

МАКРОЭКОНОМИКА

В праздничный период в США выходило много важной статистики, отметим ключевые моменты. Так, рост ВВП США в первом квартале оказался выше прогнозов, составив 0,6%, то есть, как и в четвертом квартале 2007 года. В целом цифра позитивная, так как экономика пусть и слабо, но все же растет, но стоит отметить, что рост потребительских расходов (то есть внутреннего спроса) замедлился до 1% и основной прирост был обеспечен ростом запасов. На фоне падения цен на недвижимость, потерю рабочих мест, высокие цены на топливо, покупательская способность населения США вызывает опасения в среднесрочной перспективе, в связи с чем, в ближайший квартал рост экономики останется минимальным.

Также состоялось заседание ФРС по ставке, которая, как и ожидалось, была снижена на 0,25 п. п. до 2% годовых. Текст сопроводительного комментария был выдержан в более мрачных тонах относительно предыдущего. Была отмечена высокая неопределенность в отношении инфляции, слабые потребительские и корпоративные расходы, стресс на финансовых рынках. Также отмечалось, что предпринятые ФРС меры в перспективе должны уменьшить риски угрожающие экономической активности. Последнее заявление косвенно указывает, что ФРС вероятно сделает паузу, по крайней мере, на ближайшем заседании в июне. Вероятность подобного шага оценивается рынком фьючерсов в размере 80%.

В продолжение разговора о ставках центральных банков, обратим внимание на прошедшие на прошлой неделе заседания Банка Англии и ЕЦБ, которые, как и ожидалось, не изменили денежно-кредитную политику, оставив ставки на уровне 5% и 4% соответственно. Судя по комментариям руководителя ЕЦБ Ж-К. Трише, инфляционные риски остаются высокими (впрочем, как и сама инфляция, которая в зоне евро превышает 3%), поэтому в ближайшем будущем рассчитывать на снижение ставки не приходится. Вполне вероятно, даже с учетом слабых экономических индикаторов, указывающих на замедление экономики, что ЕЦБ пойдет на данный шаг (снижение ставки) лишь осенью.

На текущей неделе в поле зрения участников рынка будут данные по инфляции в США, розничным продажам и промышленному производству.

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	2321,14	8,40
MMББ	1822	7,92
DJIA	12876,31	-0,72
Rux-Cbonds	222,21	0,31
USD/EUR	1,553	-0,26
RUR/USD	23,83	-0,17
Золото, USD/тр. унц.	882,68	0,97
Нефть, USD/барр.	122,01	2,19

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	3,8	-7
Russia 30-UST 10	143	3
EMBI Rus	153	7
Mosprime 3M	6,58	-17
LIBOR 3M	2,68	-7

Источник: Bloomberg

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

На денежном рынке, после некоторого всплеска стоимости денег в последние дни апреля, в первых числах мая ситуация стабилизировалась. В конце апреля несколько неожиданно вырос спрос на ликвидность, хотя основные налоговые платежи были пройдены (квартальный НДС). Банкам пришлось прибегать к массивным заимствованиям у ЦБ РФ, объемы РЕПО достигали рекордных значений осени 2007 года, превысив уровень 200 млрд. руб. Ряд экспертов считают, что такая ситуация связана с крупным платежом (вероятно РУСАЛа в рамках покупки пакета Норникеля). В результате, ставки на межбанке достигали уровня 10% годовых.

В итоге, ситуация нормализовалась и стоимость денежных средств вернулась к комфортным уровням порядка 4% годовых. То, что ситуация с ликвидностью в настоящий момент находится под контролем, подтвердил Банк России, который в очередной раз произвел повышение ключевых ставок. С 29 апреля ЦБ РФ в целях сдерживания инфляции и замедления денежного предложения повысил ставку рефинансирования и процентные ставки по своим операциям на 0,25 п.п.

Мы предполагали, что такой шаг будет сделан после майских праздников. Также отметим, что в этот раз, в отличие от февраля, ЦБ РФ не повысил нормативы отчисления в ФОР. Вполне возможно, что этот шаг будет следующим до очередного повышения ключевых ставок, на которое, по нашему мнению, регулятор пойдет летом, чтобы эффект от сжатия денежной массы проявился к концу года. Тем

более, что новоизбранный премьер-министр В. Путин, в очередной раз назвал инфляцию основной проблемой и, по всей видимости, в роли руководителя правительства будет предпринимать все возможные меры для, по его словам, удержания темпов роста цен в рамках однозначной величины.

По-прежнему мощным источником ликвидности выступает валютный рынок, где банки активно избавляются от долларов США, а Банку России приходится выкупать практически весь объем. По данным на 02.05.2008, международные резервы ЦБ РФ достигли нового рекорда USD 533,9 млрд., как раз в результате скупки валюты. В первую неделю текущего месяца по нашим оценкам, покупки со стороны Банка России продолжились и составили не менее USD 5 млрд. Участники торгов продолжают считать, что в ближайшие дни ЦБ РФ пойдет на укрепление рубля к бивалютной корзине. Глобальные финансовые дома (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Deutsche Bank) рекомендовали своим клиентам покупать рубль в расчете на его рост на 4%. При этом зампред ЦБ РФ К. Корищенко заявил, что данные рассуждения являются спекуляцией, но, судя по рынку банки, по-прежнему ожидают, что рубль все же укрепится, предположительно в середине мая.

На текущей неделе не видим причин изменения конъюнктуры денежного рынка. Ставки на межбанковском рынке будут оставаться в районе 4% годовых. Напомним, что Минфин проведет очередной аукцион по размещению временно свободных средств на депозитах коммерческих банков, но с высокой долей вероятности можно утверждать, что он не будет пользоваться спросом по заявленной ставке (7,5% годовых).

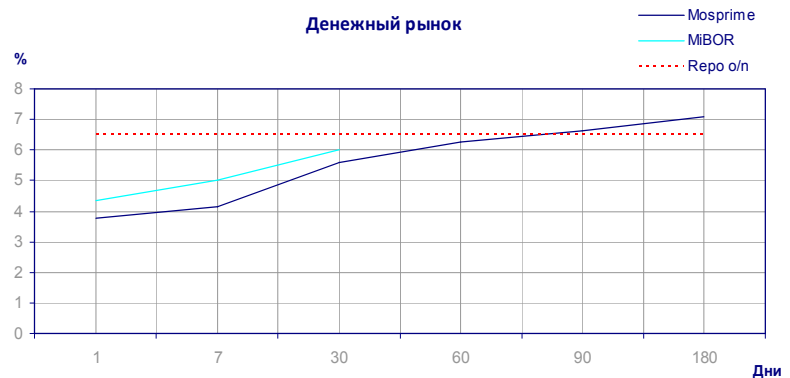
ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Сегодня, пожалуй, основной темой внутреннего рынка является тема перспектив политики ЦБ. Инфляция за 4 месяца с начала года составила 6% и сегодня довольно трудно найти человека, который придерживается мнения, что годовая инфляция по итогам года не превысит 10%. Последним шагом российских денежных властей стало увеличение на 25 б. п. ставки по ломбардным кредитам 25 апреля. Однако данная мера не оказала негативного эффекта на долговой рынок. В первый рабочий день после повышения стоимости инструмента РЕПО основные короткие ставки денежного рынка были на значительно более низких уровнях.

Ставка	28.04.08	Спрэд б. п./РЕПО
РЕПО O/N	6,50	-
MIBOR 1D	4,59	191
MIBOR 1W	5,17	133
MOSPRIME O/N	4,50	200
MOSPRIME 1W	5,03	147

Источник: *Cbonds*

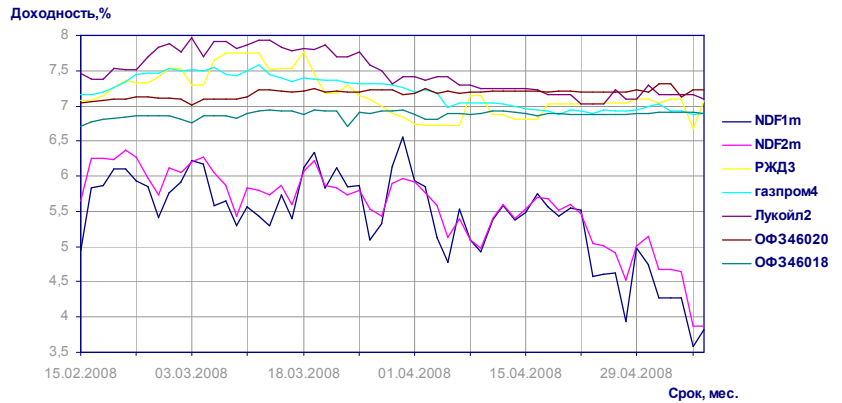
Данная ситуация сохраняется до сих пор, что свидетельствует о довольно комфортном состоянии на внутреннем денежном рынке.



Кроме довольно комфортных показателей денежного рынка в моменте, есть также несколько фактов, которые позволяют говорить о возможности еще более благоприятной ситуации в ближайшем будущем.

Во-первых, это цены на нефть, фьючерсы по которым уже достигли исторического максимума в USD 120/барр.

Во-вторых, приток капитала может поддержать внутреннюю ликвидность и долговой. Ставки NDF достигли весьма привлекательных для carry trade уровней с бумагами первоклассных заемщиков.

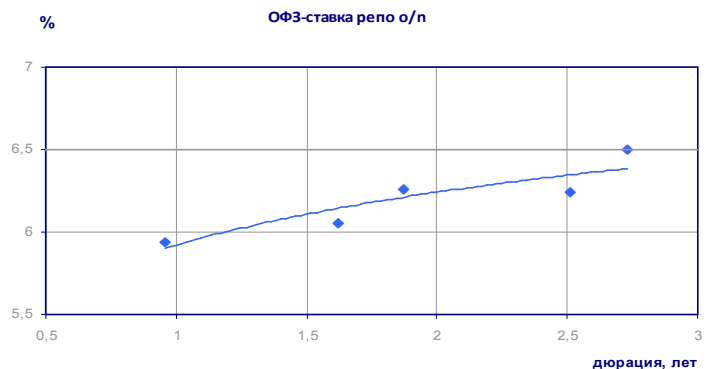


Источник: ММВБ, Bloomberg

Однако, по нашему мнению, не стоит смотреть на перспективы внутреннего рынка в перспективе 1–2 месяцев с особым оптимизмом. Как мы сказали вначале, российская инфляция серьезно опережает целевые уровни. Еще некоторое время назад ужесточение монетарной политики было весьма нежелательно. На фоне разгона инфляции ставки внутреннего денежного рынка свидетельствовали о проблемах с ликвидностью. С одной стороны ЦБ должен был поддерживать ценовую стабильность, с другой – банковскую ликвидность.

Поскольку ситуация с ликвидностью мало помалу стабилизируется, то теперь монетарные власти могут более решительно использовать монетарные рычаги в борьбе с ростом цен. При относительно благоприятном денежном рынке и относительно низких ставках процентная политика ЦБ вряд ли возымеет значимый эффект на ценовое давление, поэтому мы считаем, что от монетарных властей можно вполне ожидать повышения ФОР как меры по сжатию долгосрочной ликвидности.

Увеличение обязательных резервов для банков как основных инвесторов на рынке внутреннего долга, безусловно, негативно скажется на котировках рублевых облигаций. Отметим также возможную повышательную коррекцию доходностей в короткой и средней кривой ОФЗ.



Пока ситуация на межбанке более менее благоприятная ситуация отрицательного спреда между госбумагами и однодневным РЕПО может сохраниться, однако по мере появления признаков дальнейшего ужесточения монетарной политики данная ситуация может измениться.

Поэтому мы не видим фундаментальной стабильности на внутреннем рынке и, по-прежнему, рекомендуем избегать длинной дюрации в кратко- и среднесрочной перспективе. Оптимальным выбором для покупки в текущей ситуации являются,

по-нашему мнению, наиболее ликвидные бумаги первого эшелона со средней дюрацией: Лукойл 2, Газпром 4, ФСК 5, РЖД 3.

Отметим, что хорошую динамику показала бумага Россельхозбанк 3, на которую мы обращали внимание в обзоре от 29 апреля (+35 б. п.). Мы рекомендуем держать бумагу РСХБ 3. Данная бумага по-прежнему имеет самый широкий из всех выпусков Россельхозбанка спрэд к ОФЗ, а также наиболее привлекательную доходность среди бумаг первого эшелона со средней дюрацией.

Инвесторам готовым действовать в рамках стратегии buy-and-hold стоит обратить внимание на бумагу ХКФ Банк 2 с дюрацией чуть меньше года. Ее привлекательность состоит в наибольшей доходности на сегодня среди облигаций, входящих в ломбардный список.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

На прошлой неделе состоялось размещение бумаг ОФЗ 46021 и ОФЗ 25062 (параметры представлены в таблице).

Бумага	Объем, млн. руб.	Размещено, млн. руб.	Дюрация, лет	Доходность, %
ОФЗ 46021	9000	2100,67	7,12	6,81
ОФЗ 25062	13000	3533,5	2,73	6,51

Источник: *Cbonds*

Спрос на аукционе по бумаге 46021 составил 5437,94 млн. руб., размещено в итоге было меньше половины от объема спроса. Премия к рынку была минимальна (около 5 б. п.) Похожая ситуация была на аукционе по бумаге 25062 – спрос составил 12974,99 млн. руб., из которых было размещено не много более четверти с минимальной премией к рынку.

Исходя из объема размещения можно сказать, что большинство инвесторов потребовали премию, на которую Минфин не согласился. Это вполне могло быть связано с тем, что большинство инвесторов, подавших заявки, хотели сохранить приемлемый уровень спрэда между доходностью бумаг и ставкой РЕПО, которая была повышена на 25 б. п. неделей ранее.

Дата	Бумага	Дюрация, лет	Спрос, млн. руб.	Размещено, млн. руб.	Доходность, %	Эмиссия, млн. руб.	Спред к ставке РЕПО при размещении, б. п.
09.04.2008	ОФЗ 25062	2,73	15285,205	5584,42	6,42	6000	17
09.04.2008	ОФЗ 46021	7,12	14587,204	8244,866	6,69	9000	44
23.04.2008	ОФЗ 26200	4,48	9527,485	5414,719	6,68	6000	43
23.04.2008	ОФЗ 46022	9,14	12345,52	9669,611	6,91	10000	66
07.05.2008	ОФЗ 25062	2,73	12974,99	3533,531	6,51	13000	1
07.05.2008	ОФЗ46021	6,36	5437,95	2100,61	6,81	9000	31

Источник: *Банк России*

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.