

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 2 июня 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	2459,88	1,01
MMББ	1925,24	0,82
DJIA	12638,32	1,27
Rux-Cbonds	223,27	0,14
USD/EUR	1,5558	1,02
RUR/USD	23,66	-0,25
Золото, USD/тр. унц.	886,5	-4,17
Нефть, USD/барр.	127,08	-2,88

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	4,06	22
Russia 30-UST 10	143	-4
EMBI Rus	144	-6
Mosprime 3M	6,26	0
LIBOR 3M	2,68	3

Источник: Bloomberg

МАКРОЭКОНОМИКА

На прошлой неделе выходила противоречивая экономическая статистика по США, как в секторе недвижимости, так и по инфляции. Наверно в настоящий момент эти данные являются ключевыми, так как жилищный сектор определяет долгосрочные перспективы экономики, восстановление которой возможно только после стабилизации ситуации в этом секторе, а инфляция является большой «головной болью» ФРС, которую все трудней сдерживать монетарными мерами.

Так, отметим падение цен на жилье за последний год на основе данных S&P Case-Shiller на 14–15%, в тоже время данные по первичному рынку жилья (New Home Sales) в США в апреле оказались очень неплохими, был отмечен рост продаж (но тут положительный результат частично уменьшается за счет эффекта низкой базы) и незначительный рост цен – за год примерно на 1,5%.

Данные по инфляции в США, хотя и вышли в пределах прогнозов, указывая на то, что пока удается удерживать цены от бурного роста на фоне растущих цен на нефть и продукты питания, индексы инфляционных ожиданий бьют многолетние рекорды. Вышедший в пятницу индекс PCE в годовом исчислении в апреле не изменился, составив 3,2% при этом Core-PCE (без учета цен на продукты питания и энергоносители) вырос на 2,1% против прогнозов роста на 2,2%.

В целом данные можно оценить как позитивные. Вышедший следом индекс доверия потребителей от Университета Мичигана в компоненте инфляционных ожиданий показал самый сильный рост с начала 80-х годов XX века. Ранее на прошедшей неделе был опубликован индекс потребительской уверенности от Conference Board, где под-индекс инфляционных ожиданий достиг исторического максимума.

В связи с этим инфляция по-прежнему будет оставаться в фокусе ФРС и вряд ли мы увидим в таких условиях смягчения монетарной политики со стороны ФРС. На сегодняшний день инвесторы больше склоняются к росту ставки от текущих уровней. Так фьючерсы на ставку (Fed Fund Rate) указывают на 30 % вероятность ее повышения на сентябрьском заседании. На текущей неделе ждем важных данных по рынку труда (Non-Farm Payrolls), ожидается очередное сокращение (четвертый месяц подряд) рабочих мест в экономике США на этот раз на 60 тыс.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Существенных перемен на денежном рынке на прошедшей неделе не произошло, несмотря на выплату ключевых налогов (главным образом налога на прибыль) ставки межбанковского рынка незначительно подросли с 3 до 4% годовых. При таких ставках, банкам не было необходимости обращаться за ликвидностью в ЦБ РФ, объемы операций РЕПО с регулятором были всего порядка 5–6 млрд. руб., соответствуя среднедневным значениям месяца. Такая ситуация на денежном рынке говорит о том, что действия Банка России и Минфина были правильными и своевременными. И это несмотря на то, что текущая монетарная политика регулятора находится в цикле сжатия денежной массы. Отметим, что с начала года по данным ЦБ РФ денежная масса практически не изменилась, что отчасти является следствием проводимой политики и сложностями в последние месяцы привлекать иностранный капитал. Кстати, опять же обратим внимание на своевременность действий Банка России, который в ответ на начавшийся восстанавливаться процесс по привлечению средств из заграницы, существенно повысил норму резервирования по обязательствам перед иностранными банками.

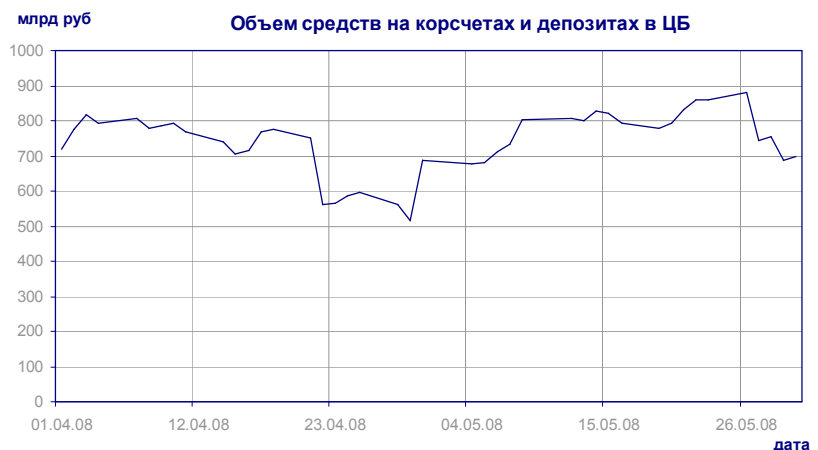
В результате, мы считаем, что денежному рынку в ближайшие дни ничего не грозит, и стоимость рублевых средств останется на текущих благоприятных уровнях.

Основные события прошедшей недели на денежном рынке были связаны с

выступлением представителей Центрального Банка РФ. Достаточно неожиданно прозвучали заявления со стороны главы ЦБ РФ С. Игнатьева о возможности расширения коридора колебания бивалютной корзины (в настоящий момент он составляет 29,60–29,90). Последними своими действиями (выход на валютный рынок не только на границах коридора) Банк России пытался отбить атаки спекулянтов, но своим заявлением он вновь привлек спекулянтов на рынок. В последние два дня недели продажи валюты активизировались, и стоимость бивалютной корзины снизилась до нижней границы. Мы считаем, что бессмысленно гадать пойдет ли Банк России на укрепление номинального курса рубля к доллару, тем более сказать в какой именно момент это произойдет, но мы считаем, что это опасная стратегия для спекулянтов. Скорее всего, укрепление будет, но незначительное вряд ли в ближайшее время, иначе действия ЦБ РФ были бы предсказуемые и несли бы негативные последствия. В ближайшие дни стоит ожидать увеличения притока рублевой ликвидности с валютного рынка, так как Банк России будет отбивать атаки спекулянтов.

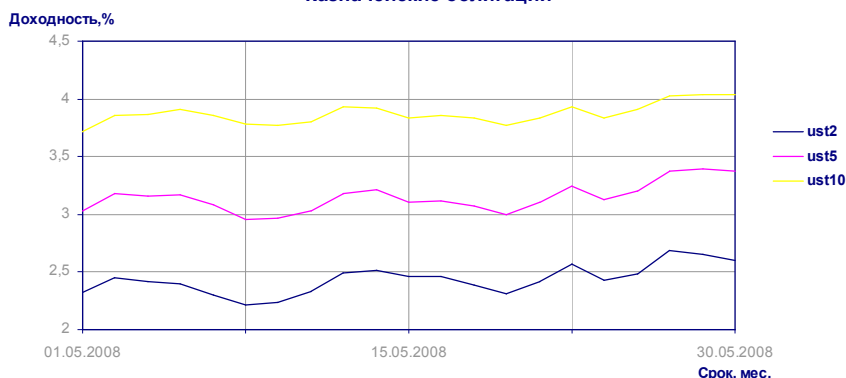
ДОЛГОВОЙ РЫНОК

На прошлой неделе в понедельник ЦБ РФ повысил нормативы обязательных резервов в рамках ужесточения денежно-кредитной политики. Данный шаг не оказал сколько-нибудь значимого негативного эффекта на внутренний долговой рынок – индекс Rux-Cbonds за неделю прибавил 0,16%. По оценкам представителей ЦБ повышение ФОР изъяло из банковской системы около 20–25 млрд. руб., что составило около 2,5% от объема средств на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ на день повышения нормативов (26.05.2008). Из графика видно, что снижение ликвидности в начале прошлой недели было умеренным и вписывалось в рамки ежемесячных циклических снижений.



Такое плавное повышение нормативов ликвидности вполне объяснимо. Денежные власти не должны создавать сильной волатильности, так как это, безусловно, негатив для банковской системы. Однако мы думаем, что Банк России не ограничится данными мерами. Если инфляция по-прежнему будет выбиваться из запланированных величин, то ЦБ может предпринять еще несколько шагов в направлении ужесточения монетарной политики, растягивая данную процедуру во времени во избежание резких болезненных колебаний в банковской системе. На фоне достаточно «мягкого» использования монетарных рычагов отметим также высокие цены на нефть и возобновившийся в апреле приток капитала, которые также должны поддержать внутреннюю ликвидность. Мы считаем, что при сохранении текущей внешней конъюнктуры и плавного ужесточения монетарной политики внутренний долговой рынок должен быть более и или менее стабильным. Результаты первичных размещений также свидетельствуют об отсутствии пессимизма у участников рынка на ближайшую перспективу. Но об этом позже. Внешний фон пока также относительно благоприятен. В США на прошлой неделе вышли данные по ВВП за первый квартал, которые оказались на уровне ожиданий, однако лучше первоначальных оценок (+0,9% против +0,6%). Также относительно благоприятными оказались данные по продаже домов на первичном рынке и заказам на товары длительного пользования. За последний месяц доходности казначейских облигаций выросли в среднем 30–35 б. п. При этом спрэды к развивающимся рынкам сузились, что свидетельствует о снижении risk aversion.

Казначейские облигации



Инфляция высока, однако фьючерсы показывают 30% вероятность повышения Fed fund rate только в сентябре. Безусловно, смотреть на внутренний рынок с безудержным оптимизмом нельзя, однако главное, что есть стабильность. Главные внешние риски – это высокая инфляция и ухудшение данных по экономике в США. Даже в случае негативного развития событий ЦБ РФ и правительство имеет достаточно рычагов для поддержки банковской ликвидности, поэтому значительных ухудшений на рынке ждать не стоит. Отметим возможный рост доходностей в короткой и средней части кривой ОФЗ в случае повышения ставки РЕПО. Сегодня многие выпуски имеют отрицательный спрэд к однодневной ставке.

На внутреннем рынке отметим рост в средней дюрации (1,5–2,2 года) в некоторых бумагах первого эшелона: РЖД 6 (+70 б. п.), ФСК 2 (+10 б. п.), Лукойл 2 (+45 б. п.), РСХБ 3 (+25 б. п.). Наиболее ликвидные госбумаги (46020 и 46018) показали слабый рост. Отметим хорошую динамику бумаги ТМК 3 – за две недели рост составил 40 б. п. По-прежнему интересными с точки зрения риск/доходность считаем банковские бумаги: Русфинансбанк 3, Русфинансбанк 4, ХКФ Банк 2, Россельхозбанк 3, УРСА 7 (все входят в ломбардный список ЦБ).

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Из размещений, состоявших на прошлой неделе отметим следующие:

Бумага	Рейтинг	Объем, млн. руб.	Погашение (Оферта)	Купон, %
Севкабель-Финанс 4	Not rated	2000	21.05.2013 (1год)	13,75
Разгуляй Финанс 4	Not rated	3000	2013 (1 год)	11,7
Северо-западный Телеком 5	BB-/BB-	3000	25.05.2013 (2 год)	8,4 (Mosprime3 m+212 б. п.)

Источник: Cbonds

По нашим оценкам премии ко вторичному рынку в каждом из этих размещений составила порядка 20–30 б. п. Премии при размещении компаний АФК Система и Вимм-Билль-Данн, которые проходили в гораздо менее благоприятных условиях, по нашим оценкам составляли порядка 70–100 б. п. Исходя из результатов аукционов, прошедших на прошлой неделе, можно сказать, что в структуру премий не включался процентный риск. А величина в 20–30 б. п. объясняется тем, что инвесторы не могут выходить на вторичный рынок до момента завершения регистрации выпуска. Отметим также, что бумаги Севкабеля и Разгуляя не имеют рейтинга и не входят в ломбардный список ЦБ. Таким образом, мы делаем вывод о том, что участники рынка умеренно позитивно смотрят на ближайшую перспективу.

Из размещений, которые состоятся на этой неделе, отметим банковские:

Бумага	Дата размещения	Объем, млн. руб.	Дата погашения (оферта)
Татфондбанк 4	04.06.2008	1500	05.06.2011 (1,5 года)
ВТБ24 3	04.06.2008	6000	Июнь 2013 (1 год)

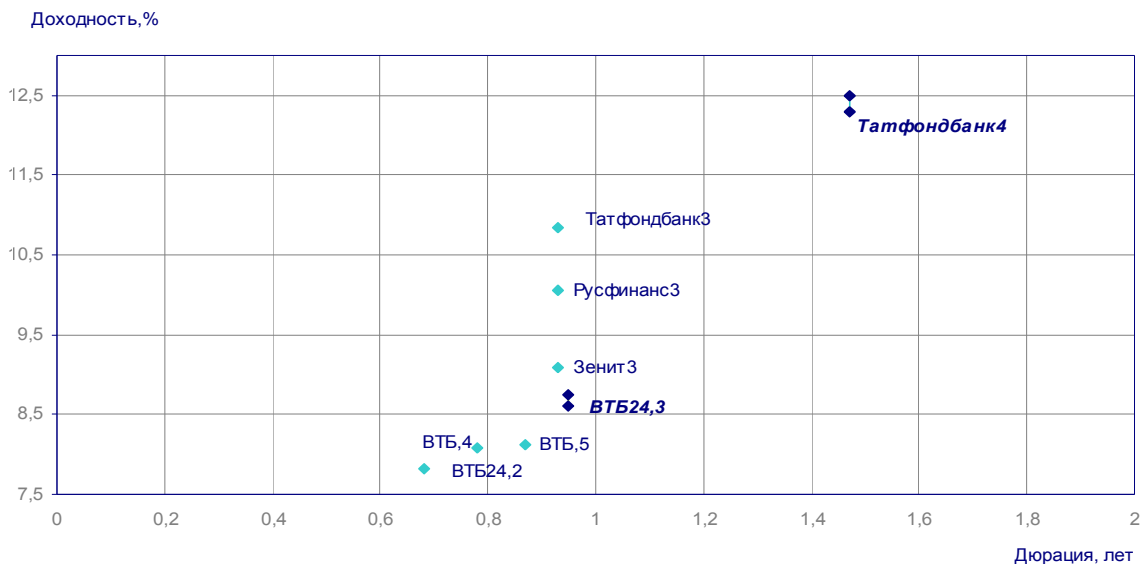
Источник: Cbonds

Татфондбанк
(Рейтинг Moody's B2).

Татфондбанк – коммерческий банк, оказывающий услуги, как частным лицам, так и корпоративным клиентам. На начало 2008 года банк имел 10 филиалов и 61 дополнительный офиса. По данным РБК в 2007 году Татфондбанк занял 56 место по размеру чистых активов (около 42 млрд. руб.) среди банков России. В настоящий момент на внутреннем рынке обращается один выпуск Татфондбанка с дюрацией чуть меньше года, который имеет неплохую ликвидность (УТМ=10,85%). Премия за дюрацию к обращающемуся выпуску должна составить по нашим оценкам около 60 б. п. Вопрос премии за первичное размещение остается открытым. Организаторы займа ориентируются на премию за первичное размещение в 80–100 б. п. Однако аукционы прошлой недели показали, что премии за выход на рынок могут быть значительно меньше. И все же данный эмитент относится к финансовой сфере, которая может быть наиболее уязвимой в случае ухудшения ситуации на рынке. В итоге мы оцениваем аукционную доходность по бумаге Татфондбанк 4 в диапазоне 12,20–12,50%, что совпадает с ориентиром организаторов (12,20–12,40%).

ВТБ 24
(Рейтинг BBB+/Baa2/BBB+).

Данный эмитент не нуждается в представлении. На внутреннем рынке обращаются два займа ВТБ 24 с дюрацией меньше года. Оценим предстоящий выпуск относительно пятого выпуска материнской банковской группы ВТБ. Пятый выпуск ВТБ с дюрацией 0,87 года торгуется с доходностью 8,13 (02.06.2008). К данной величине необходимо прибавить спрэд за кредитное качество, а также чуть более длинную дюрацию предстоящего выпуска ВТБ 24. Сверху доходность выпуска ВТБ 24 ограничена доходностью третьего выпуска Банка Зенит (доходность по mid-market 9,10%, рейтинг банка -/Ba3/B). Данная бумага обладает дюрацией близкой к году и хорошим уровнем ликвидности. Меньшей доходностью из банковских бумаг со схожим сроком обращения обладает лишь Транскредитбанк 2, однако ее ликвидность ниже. При всех различиях в профилях банков Зенит и ВТБ 24 вряд ли облигации последнего будут торговаться с доходностью выше или на уровне облигаций Зенита. Таким образом, мы считаем справедливой доходность по бумаге ВТБ 24 3 в диапазоне 8,60–8,75%. Премия за первичное размещение должна быть минимальна.



Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK

CAPITAL

РУКОВОДСТВО

Алекс Фидельман
Управляющий директор

ПРОДАЖИ

Владимир Куцев
Вице-президент

Георгий Айвазов

Алексей Егоров

Вячеслав Мезенцев

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА, РЫНКИ ДОЛГОВОГО КАПИТАЛА

Дмитрий Богословский
Вице-президент

Андрей Золотов

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.