



СТРАТЕГИЯ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ: ИЮНЬ 2011 Г.

РОМАН ДЗУГАЕВ

roman.dzugaev@trust.ru

647-2364

ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ

leonid.ignatiev@trust.ru

647-2360

АЛЕКСЕЙ ТОДОРОВ

aleksey.todorov@trust.ru

647-2362

МАРИЯ ПОМЕЛЬНИКОВА

maria.pomelnikova@trust.ru

789-3594

- В конце первого полугодия завершается QE2. В числе решений ФРС на заседании 21-22 июня мы ждем планового завершения покупок UST в рамках второго этапа количественного смягчения, однако наше видение ситуации в экономике США заставляет думать, что вторым этапом выкупа UST стимулирование американской экономики не завершится, и через некоторое время QE3 будет востребовано.
- В продолжение июня мы увидим более низкие уровни в рискованных активах (S&P500 и commodities), однако ждать сильной коррекции не готовы. В частности, в терминах нефти Brent мы не ждем уровней ниже USD100-105/барр. Вместе с тем мы не рассчитываем на дальнейшее снижение доходностей UST, где в течение месяца мы делаем ставку на возврат к 3.10-3.20% в терминах UST10.
- Долговые проблемы в Европе, слабость рынка труда в США и резкое падение цен на нефть не остановили рост котировок российских евробондов. Суверенные выпуски в течение мая смотрелись значительно лучше корпоративных, и данная тенденция, вероятно, в июне продолжится.
- Первичный рынок евробондов в мае несколько сжался в объемах, а единственным новым именем стал ВЭБ-Лизинг. Накануне завершения QE2 на рынок уже успел выйти Сбербанк, а ОТП Банк и «Кокс» планируют дебютировать на нем, однако объем первичного предложения не превысит USD0.5 млрд.
- Россия завершила заимствования в евробондах на 2011 г. доразмещением рублевого выпуска. Небольшая коррекция в Russia 18R сменилась ростом котировок, и мы рассчитываем на снижение доходности по бумаге в июне до 6.60%.
- Если отток капитала из России продолжится, то в июне ЦБ может допустить еще одно увеличение депозитных ставок на 25 бп, но во 2П 2011 г. – возьмет паузу. Из-за налогов ставки МБК и междилерского РЕПО сроком на 1 день могут временно подрасти к концу июня на 20-40 бп – до 3.9-4.0% и 4.1-4.4% соответственно. Смягчить давление на ставки способно поступление RUB456.0 млрд. от погашения ОБР-18 17 июня, лишь половина из которых, по нашим оценкам, уйдет на покупку ОБР-19.
- Мы полагаем, что и в июне российские суверенные евробонды будут популярнее корпоративных. В терминах ценовых индексов TRUST TDI по валютным облигациям мы ожидаем роста котировок по первому сегменту в диапазоне 1.0-1.5 п., а по второму – 0.5-1.0 п.
- План заимствований через ОФЗ на июнь вырос до RUB200 млрд., равно как увеличилась и срочность предлагаемых выпусков. Опыт первого июньского аукциона показывает, что Минфин подкрепляет слова делом, предоставляя премию по длинным бумагам.
- В июне мы склоняемся к умеренному росту доходностей. В сегменте ОФЗ на конец июня мы ждем доходность в 3-летней дюрации на уровне 6.70-6.90% (в терминах ОФЗ 25071) против 6.70-6.75% на начало месяца.
- Спреды облигаций второго и первого эшелона к ОФЗ в мае сжались на 9-10 бп. Дальнейшего сжатия спредов между облигациями первого эшелона к ОФЗ не ждем. Активность на первичке во втором эшелоне и «гонка за доходностью» оставляет потенциал для сокращения спредов между данным эшелоном и ОФЗ. Сужения спредов между выпусками второго и первого эшелона в мае практически не было – здесь мы не видим факторов для их дальнейшего сокращения в последующие месяцы.



ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ: В ИЮНЕ ФИНИШИРУЕТ QE2

МАЙ 2011 – И СНОВА МЕСЯЦ ГРЕЦИИ

Последний месяц весны на глобальных рынках прошел под знаком европейских проблем... По аналогии с ситуацией 2010 года май впору объявлять месяцем Греции. США же, как традиционно более важный ньюсмейкер и двигатель рынков, ушли на второй план. Тем не менее наиболее примечательным из наших наблюдений за рынками и событиями в последнем месяце весны мы бы назвали динамику рынка UST, где на протяжении всего месяца доходности практически непрерывно снижались – до 3.06% на конец мая в терминах UST10 (-23 бп). В начале июня произошло пробитие уровня 3.0%, однако уверенного движения ниже по доходности мы пока не увидели.

Первопричиной столь сильных покупок в UST является фактор сокращения навеса первичного предложения публичного американского долга в связи с тем, что законодательно установленный лимит госдолга в USD14.294 трлн. «выбран», а на дальнейшее его повышение Конгресс не идет. Как раз в этой связи в начале мая Минфин США озвучил комплекс мер, которые позволят стране продержаться без повышения планки госдолга до 2 августа. (Мы подробно рассматривали данную ситуацию и ее влияние на рынок UST в нашем специальном обзоре «Госдолг США – продержаться до 2 августа» от 11 мая). Сопутствующим итогом достижения максимума по государственным заимствованиям стало сокращение планов эмиссии публичного долга со стороны Минфина США – плановый объем нетто-эмиссии на 2К 2011 в начале мая был уменьшен до USD142 млрд. в сравнении с прежними планами в USD299 млрд.

По правде говоря, мы не ожидали, что UST10 пойдет на пробитие 3.0% по доходности. Однако помимо сокращения навеса первички на рынке UST май всколыхнул спрос на защитные активы, который в первую очередь реализовывался в американских казначейских облигациях. В немалой степени рынки «утомила» ситуация с реструктуризацией долгов Греции – только в начале июня была достигнута договоренность между правительством страны и ЕС о выделении нового пакета помощи, который заместит одобренный в мае 2010 года план «спасения» в размере EUR110 млрд.

ОКОНЧАНИЕ QE2 НЕ ЕСТЬ НАЧАЛО EXIT STRATEGY, НО И QE2 СИЮМИНУТНО НЕ ВОЗНИКНЕТ

С точки зрения движения в основных активах не исключено, что июнь станет самым запоминающимся месяцем текущего года. Стимулы со стороны ФРС обещают закончиться 30 июня, когда регулятор завершит начатую в ноябре 2010 года программу выкупа UST (USD600 млрд.) и реинвестирования поступлений от находящихся на балансе ведомства агентских бумаг в казначейские облигации (до USD300 млрд.). Протокол последнего заседания ФРС 26-27 апреля, по правде говоря, удивил масштабами дискуссий членов Комитета по операциям на открытом рынке о стратегиях выхода из мягкой монетарной политики – а до и даже после его обнародования члены ФРС периодически «встряхивали» рынок устными рассуждениями о жизни после QE2.

Впрочем, мы вошли в июнь с твердым убеждением, что окончание QE2 – не есть начало exit strategy, т.е. сворачивания мягкой монетарной политики. В нашем понимании апрельский протокол ФРС ни в коей мере не сигнализирует о начале ужесточения. Регулятор лишь напомнил о наборе располагаемых инструментов монетарной политики, а также поразмышлял на тему возможных сценариев выхода – без малейших намеков на то, что в практическую реализацию данные дискуссии выльются уже в ближайшее время.

Фактически единственной конкретикой, которую ФРС дала рынкам, является то, что первым шагом монетарного ужесточения станет прекращение реинвестирования агентских бумаг на балансе Fed в UST. По своей сути агентские бумаги – это ипотечные ценные бумаги (MBS) и долговые обязательства федеральных органов и агентств, финансируемых правительством. Цена вопроса – USD1.04 трлн. агентских бумаг из совокупной величины портфеля ценных бумаг в держании ФРС в USD2.57 трлн. (т.е. 40%). Прекращение реинвестирования данных активов в UST будет означать, что баланс ФРС станет сжиматься по мере их погашения.

Однако опять же – прекращение реинвестирования названо первым шагом exit strategy, однако завершение QE2 вовсе не означает начало выхода из мягкой монетарной политики. К тому же дискуссии по поводу продолжения стимулирования явно получают дополнительный импульс после неожиданно плохой майской статистики по рынку труда. Так что мы по-прежнему не исключаем, что с прекращением непосредственных покупок UST после июня полный отказ от политики реинвестирования может не последовать.

Таким образом, в числе решений ФРС на заседании 21-22 июня мы ждем планового завершения покупок UST в рамках второго этапа количественного смягчения. Однако наше видение ситуации в экономике США (подробнее см. «Стратегию-2011: в надежде на



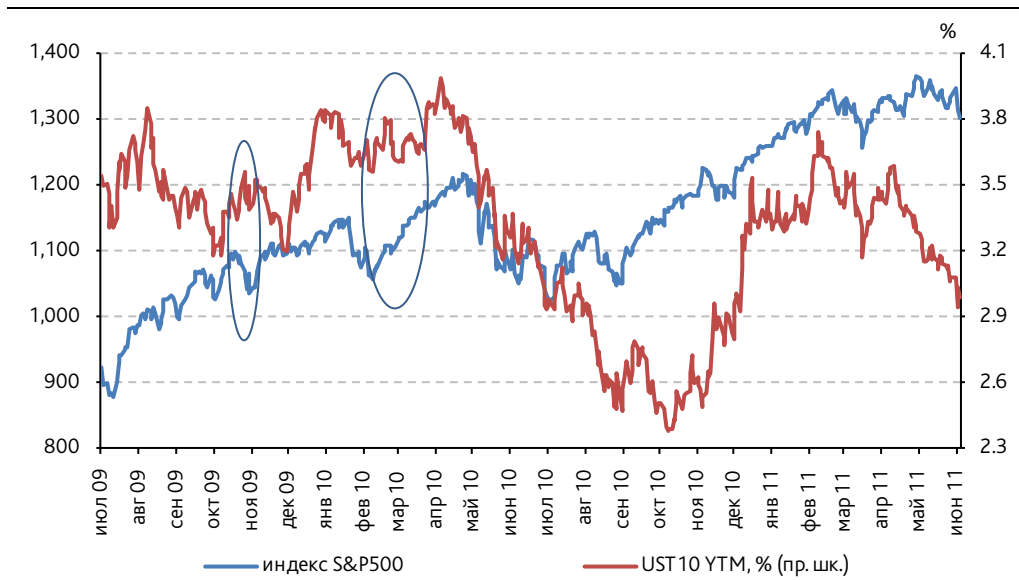
устойчивость») заставляет думать, что вторым этапом выкупа UST стимулирование американской экономики не завершится, и через некоторое время QE3 будет востребовано. Однако полный уход с рынка UST постоянного покупателя в виде ФРС чреват взлетом доходностей американского суверенного долга, которые «потащат» за собой реальные ставки в экономике – и мы не уверены, что монетарные власти США согласятся на подобное развитие событий. Именно поэтому мы полагаем, что продолжение реинвестирования агентских бумаг в UST является тем шагом, который «меньшей кровью» даст ФРС еще время запустить экономику в состояние более или менее устойчивого роста.

ВИДЕНИЕ ПО РЫНКАМ НА ИЮНЬ

Во 2-3 декадах июня мы, скорее всего, увидим более низкие уровни в рискованных активах (S&P500 и commodities), однако ждать сильной коррекции не готовы. В частности, в терминах нефти Brent мы не ждем уровней ниже USD100-105/барр. Вместе с тем мы не рассчитываем на дальнейшее снижение доходностей UST, где в течение месяца мы ставим на возврат к 3.10-3.20% в терминах UST10.

Напомним, что полугодовой выкуп UST в рамках QE1 (в объеме USD300 млрд.) был завершён в ноябре 2009 года, однако расчеты по нему и отражение бумаг в полной мере на балансе ФРС произошло лишь в феврале-марте 2010 года (см. диаграмму 1). По мере приближения финала выкупа итогом выросшей волатильности стала локальная раскорреляция в динамике S&P500 и доходностях UST (которые двигались разнонаправленно). Впрочем, прекращение QE1 не принесло масштабной коррекции – хотя, прямо скажем, ситуация в экономике и рынках в целом на тот момент была несколько иной.

ДИАГРАММА 1. ДОХОДНОСТЬ UST10 И ИНДЕКС S&P500, ИЮЛЬ 2009 – ИЮНЬ 2011



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

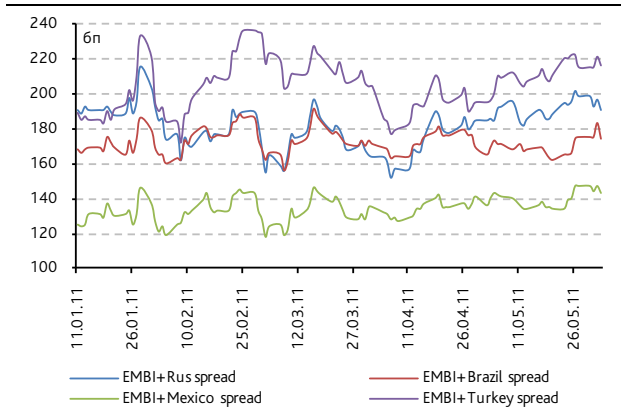


ЕВРООБЛИГАЦИИ: ИММУНИТЕТ ДОЛЖЕН СОХРАНИТЬСЯ

ЕМ ОТНОСИТЕЛЬНО СПОКОЙНО ПЕРЕЖИЛИ МАЙ

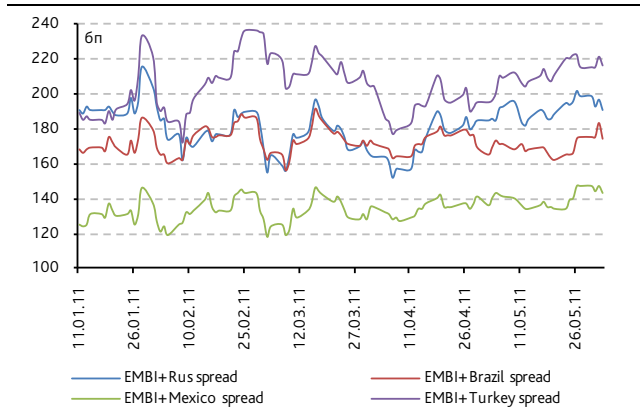
Майская волатильность на глобальных рынках затронула и долги ЕМ – спреды EMBI+ для России и традиционно рассматриваемых вместе с ней заемщиков внутри месяца подрастали. По итогам же месяца EMBI+Rus spread расширился на 2 бп относительно апреля – до 199 бп.

ДИАГРАММА 2. СПРЕДЫ EMBI+ ДЛЯ ОТДЕЛЬНЫХ ЭКОНОМИК EMERGING MARKETS, ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. ДОХОДНОСТЬ RUSSIA 30 И СПРЕД RUSSIA 30 – UST10, ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011

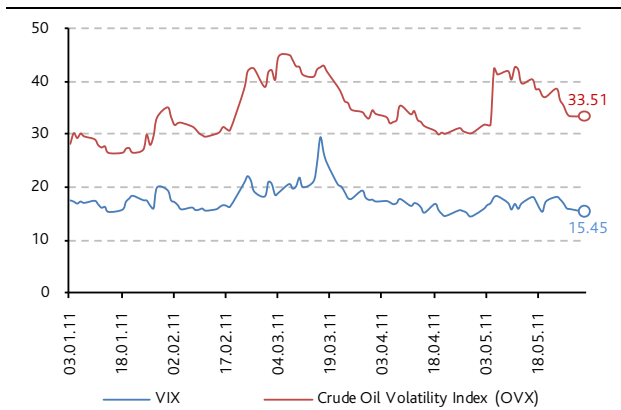


Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Май не принес существенных изменений в доходности Russia 30 (-19 бп за месяц до 4.45%), равно как и в величину спреда к UST10, который расширился до 138 бп (+3 бп). За счет вышеописанных ожиданий по рынку UST мы считаем, что итогом июня может стать сжатие спреда Russia 30 – UST10 до 115-125 бп, а доходность Russia 30 вполне может вернуться в диапазон 4.60-4.70%, т.е. на уровни конца апреля.

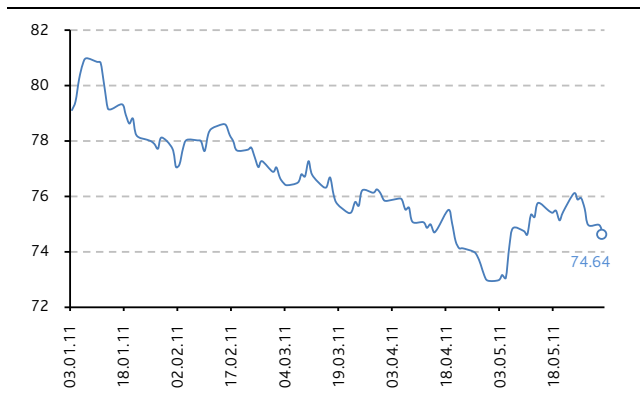
Волатильность, выражаемая индексом VIX, в мае находилась в диапазоне 15.5-18.4 – существенно ниже максимумов текущего года, которые были достигнуты во второй половине марта (29.4). А вот риски нефтяных цен, монетарный фактор в которых гораздо более сильный в сравнении с рынком акций, воспринимались инвесторами куда существенней. Волатильность в нефти в мае колебалась в пределах 31.8-42.8 (против максимума в 45.2 в начале марта). Резюмируя – возросший спрос на защиту мы бы предпочли проиллюстрировать динамикой индекса доллара (DXY): на конец мая он вырос до 74.5 (+2.1% за месяц, внутримесячный максимум – 76.0).

ДИАГРАММА 4. ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ АКЦИЙ США И В НЕФТИ, ЯНВАРЬ – МАЙ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 5. ИНДЕКС ДОЛЛАРА DXY, ЯНВАРЬ – МАЙ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Bloomberg



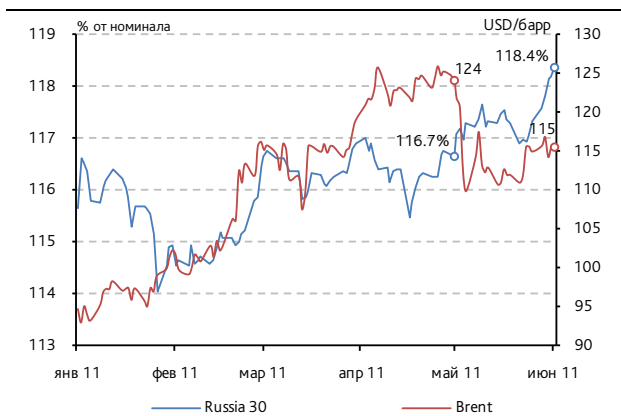
РОССИЙСКИЕ ЕВРОБОНДЫ ЗАВЕРШИЛИ МАЙ НА ПОЗИТИВЕ

Несмотря на европейские долговые проблемы, будоражившие рынок в мае, опасения замедления роста американской экономики после окончания QE2 и планомерное снижение цен на нефть, российские евробонды, причем как суверенные, так и корпоративные, смогли продемонстрировать в рассматриваемый период достаточно неплохую динамику. При этом первичный рынок в мае-начале июня увидел как уже знакомых ему крепких эмитентов в лице Сбербанка, Россельхозбанка и ВТБ, так и «новичка», представленного ВЭБ-Лизингом. Безусловным событием мая для российского рынка еврооблигаций стало доразмещение суверенного долга РФ в рублях. Июнь обещает стать важным месяцем для российского рынка еврооблигаций, учитывая события на европейской «периферии» и в экономике США. Мы ждем появления новых имен на рынке валютного долга при объемах первичного рынка на уровне USD0.5 млрд.

СУВЕРЕННЫЕ ВЫПУСКИ В МАЕ БЫЛИ ПОПУЛЯРНЕЕ КОРПОРАТИВНЫХ; РАССЧИТЫВАЕМ НА СОХРАНЕНИЕ ТЕНДЕНЦИИ

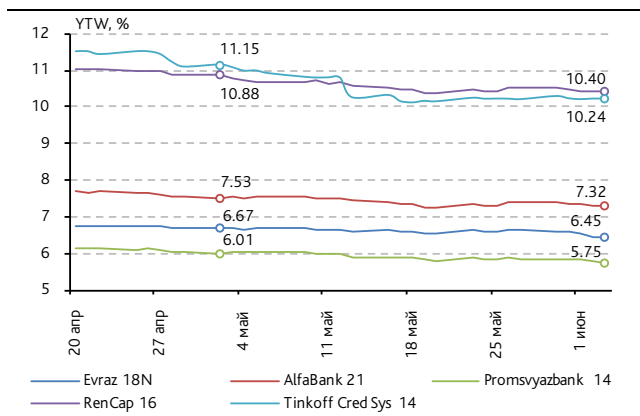
Последний месяц весны был достаточно благоприятным для вторичного рынка российских еврооблигаций. Существенная просадка цен на нефть в начале мая, сопровождавшаяся также общим бегством в менее рискованные активы, не смогла пошатнуть рыночный спрос на риски заемщиков из России. Так, баррель Brent подешевел к текущему моменту до USD115 против USD124 в начале мая, а стоимость суверенного выпуска Russia 30 за тот же период увеличилась почти на 2 п.п. – до 118.4% от номинала. Суверенные выпуски также показали уверенную положительную динамику, увеличив котировки на 2.1 п.п. в терминах ценового индекса суверенных валютных облигаций, рассчитываемого НБ «Траст» (TDI Russia Sovereign).

ДИАГРАММА 6. ДИНАМИКА СТОИМОСТИ RUSSIA 30 И ЦЕН НА НЕФТЬ, 2011 Г.



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. ДОХОДНОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ С МОМЕНТА РАЗМЕЩЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

В корпоративном сегменте рост котировок был менее заметным. Исходя из ценового индекса валютных облигаций российских корпоративных эмитентов Траст (TDI Russia Non-Sovereign), рост которого в мае-начале июня составил около 0.8 п.п., инвесторы были гораздо более благосклонны к суверенной России, нежели чем к компаниям из РФ. Тем не менее размещенные в апреле корпоративные евробонды (Evraz 18N, Alfa-Bank 21, Promsvyazbank 14, RenCap 16 и Tinkoff Cred Sys 14) достаточно успешно прошли начальный период обращения. Лучшую динамику при этом показали эмитенты из «третьего эшелона» - инвестбанк «Ренессанс Капитал» и ТКС банк. Доходности их выпусков за месяц потеряли 40-100 бп. Более надежные заемщики предложили рынку меньшую премию, что вылилось в менее активное снижение доходностей – по выпущенным также в апреле евробондам Евраз, Альфа-Банка и Промсвязьбанка уменьшение показателя составило порядка 20 бп.

Мы полагаем, что российские суверенные выпуски и в июне будут популярнее корпоративных, и ждем роста котировок по первому сегменту около 1.0 п.п. от номинала, а по второму - 0.5 п.п. от номинала. Мы верим, что описанный выше сценарий станет возможным благодаря отсутствию негативной реакции рынков на завершение QE2 и новых «мин» в Европе.



ОБЪЕМЫ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА СНИЗИЛИСЬ ВДВОЕ; ЖДЕМ ПОЯВЛЕНИЯ НОВЫХ ИМЕН В ИЮНЕ

Объемы первичного рынка в мае уменьшились – если в апреле объем размещений составил почти USD3 млрд., то в мае-начале июня он несколько «сжался» – до USD2.4 млрд.

Размещенные в конце мая дебютные евробонды ВЭБ-Лизинга на USD400 млн. продемонстрировали неплохую динамику, прибавив за две недели почти «полфигуры». Мы рассчитываем увидеть небольшое увеличение их стоимости по мере стабилизации внешнего фона. Размещение в последних числах мая субординированных евробондов Россельхозбанком на USD800 млн. было вызвано необходимостью рефинансирования в связи с исполнением колл-опциона по выпуску RusAgr 16. Предложенный рынку купон в размере 6.00% мы склонны считать справедливым и не видим причин для заметного роста котировок в данных бумагах.

В свою очередь ВТБ в начале июня продолжил исполнение ранее обозначенной линии на диверсификацию базы инвесторов, предложив рынку новый выпуск в сингапурских долларах. Мы не исключаем новых выпусков данного эмитента в «экзотических» валютах, включая отложенное ранее размещение бумаг в бразильских реалах, однако ждать подобного предложения, с нашей точки зрения, можно будет лишь осенью.

ТАБЛИЦА 1. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ В МАЕ – НАЧАЛЕ ИЮНЯ 2011 Г.

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, млн.	Валюта выпуска	Купон	Срок до погашения
Sberbank 21	10 июн 11	1000	USD	5.71	10 лет
RussAgrBank 21	3 июн 11	800	USD	6.00%	10 лет
VEB-Leasing 16	27 май 11	400	USD	5.13%	5 лет
VTB 14S	6 июн 11	300	SGD	3.40%	3 лет

Источник: НБ «Траст»

В целом перспективы «первички» в июне представляются нам достаточно благоприятными – у компаний еще есть шанс вскочить на «подножку уходящего поезда» в виде QE2, воспользовавшись также все еще в целом благоприятной конъюнктурой сырьевого рынка. В частности, новое предложение уже поступило со стороны Сбербанка, представители которого ранее заявляли о вероятности выхода в начале лета на рынок еврооблигаций с предложением в USD1.0-1.5 млрд. Крупнейший в РФ банк разместил евробонды на USD1 млрд. с небольшой премией к рынку. Во второй-третьей декаде июня ожидается дебют евробондов металлургической компании «Кокс» на сумму не более USD350 млн. В банковском секторе также может появиться новое имя – ОТП банк планирует в июне провести встречи с инвесторами.

РФ ДОРАЗМЕНИЛА ЕВРОБОНДЫ В РУБЛЯХ И ОТКАЗАЛАСЬ ОТ НОВЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ В 2011 Г.

Важным событием мая стало доразмещение суверенных евробондов РФ в рублях. Россия предложила рынку дополнительно RUB50 млрд. к уже обращавшимся RUB40 млрд. выпуска Russia 18R. При этом, учитывая благоприятную конъюнктуру на нефтяном рынке, российские власти заявили, что новых заимствований на внешних рынках в 2011 г. не планируется.

Как и ожидалось, основными покупателями российского суверенного риска в рублях вновь выступили иностранные инвесторы. Локальные игроки получили максимум 5% от объема выставленных заявок, составившего более RUB115 млрд. Российские власти положительно охарактеризовали итоги доразмещения, назвав его еще одним шагом в сторону превращения рубля в резервную валюту. Отреагировав на новое предложение снижением котировок примерно на 50 бп, укрупненный выпуск смог восстановить к началу июня утраченные позиции, достигнув в цене 105.37% от номинала.

Мы ждем положительной динамики в рублевом евробонде РФ по крайней мере до середины 2011 г. В случае сохранения мягкой монетарной политики в США спред между ОФЗ 26204 и Russia 18R может подрасти с текущих 100 бп еще на 20-40 бп, а доходность опустится опять до 6.60% а возможно даже ниже.



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ДОЛГА – БЕЗ СТАВКИ НА РАДИКАЛЬНОЕ УХУДШЕНИЕ КОНЪЮНКТУРЫ

СНИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ ЦЕНОЙ РОСТА СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Мы не ждем, что налоги в июне будут сильно меньше отчислений в казну в мае (RUB780 млрд.), следовательно, давление на ставки денежного рынка сохранится, однако будет ограниченным. С поступлением RUB456.0 млрд. от погашения ОБР-18 17 июня, лишь половина из которых, по нашим оценкам, может «уйти» из системы на покупку новых ОБР-19, значительной угрозы для коротких ставок МБК мы не ожидаем. Если сейчас ставки МБК на 1 день в среднем закрепились на уровне 3.4-3.6%, а ставки по междилерскому РЕПО в диапазоне 3.9-4.1%, то в июне не исключено лишь кратковременное их повышение на 20-40 бп безотносительно еще одного возможного повышения депозитных ставок Банком России на 25 бп в конце июня.

Наибольшую угрозу для инфляции в ближайшее время представляют последствия топливного кризиса, дополненные слабыми перспективами роста рубля. Однако сверхплановые бюджетные расходы способны подстегнуть потребительскую активность, а с ней и инфляцию в более отдаленной перспективе. При этом рост денежной массы, по последним данным, замедлился до 22% г/г против 28.5% в 2010 г., что поспособствует замедлению инфляции во 2П 2011 г. При текущей ценовой динамике инфляция в июне едва ли окажется сильно ниже 0.5%, зафиксированных в мае. За счет эффекта низкой базы рост цен в июне в годовом выражении может ускориться до максимального в 2011 г. значения 9.7-9.8%, после чего в оставшиеся месяцы пойдет на спад в сравнении с ускорением инфляции во 2П 2010 г. и достигнет, по нашим оценкам, 8.5% на конец года.

Между тем динамика инвестиций и потребительской активности пока не создает серьезной угрозы инфляции со стороны внутреннего спроса, что говорит об отсутствии незамедлительной потребности в дальнейшем ужесточении монетарной политики. Если отток капитала продолжится, в июне ЦБ может допустить еще одно увеличение депозитных ставок на 25 бп, тем более что рыночные ставки уже стремятся к этому уровню. В настоящее время мы исходим из того, что во 2П 2011 г. Центробанк, вероятнее всего, возьмет паузу в повышении ставок.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК В МАЕ – НАТИСК НЕГАТИВА ИЗВНЕ ВЫДЕРЖАН

В мае рынок рублевого долга оказался в меньшей степени готов противостоять распродажам в рискованных активах, происходившим на внешних рынках – в отличие от февраля-марта, когда негатив со стороны Ближнего Востока и Японии, казалось бы, происходил на соседней планете и emerging markets оставались в стороне. Тогда рублевый рынок продемонстрировал хороший иммунитет к выросшей волатильности на глобальных рынках.

Справедливости ради отметим, что нефть в тот период не падала, а рост волатильности в ценах на данное сырье с 31 до 42 в терминах индекса Crude Oil Volatility Index за три дня февраля (начиная с 18-го числа) объяснялся отнюдь не падением, а взлетом котировок нефтяных фьючерсов. В последний весенний месяц внутренний долговой рынок входил с более печальным набором факторов. Со стороны внешних рынков – это выраженное желание продавать: за первые шесть календарных дней мая нефть Brent потеряла порядка USD17, начав падение с уровня около USD126/барр. К концу месяца цены на данный вид энергоносителей вернулись на уровни USD116-117/барр.

Наряду с этим в мае включились и внутренние факторы. Апрельский налоговый период заметно ударил по ликвидной позиции банков – всю первую неделю мая кредитные организации имели задолженность перед ЦБ по операциям прямого РЕПО с регулятором, объем использования которого достиг уровней января 2010 года.

С 3 мая регулятор на 25 бп повысил ставки по операциям (до 8.25% в терминах ставки рефинансирования), оставив неизменными ставки по ломбардным кредитам, а также прямому РЕПО с ЦБ на срок до недели – видимо, это стало отражением напряженной ситуации на внутреннем денежном рынке.

В части доходностей рублевого рынка все вышесказанное трансформировалось в их рост по итогам мая на 12 бп в сегменте ОФЗ (до 7.25% по индексу TRI OFZ из семейства рублевых облигационных индексов, рассчитываемых НБ «Траст») и на 11 бп – в первом эшелоне (до 7.47% в терминах индекса TRI High Grade).



ИЮНЬ: ПОД НАВЕСОМ ДЛИННЫХ ОФЗ

Предварительный график аукционов по размещению ОФЗ на второй квартал изначально предполагал объем предложения ОФЗ в мае на уровне RUB100 млрд. С учетом рокировок во второй половине месяца совокупное предложение выросло на RUB20 млрд. от планового. Из данного объема (RUB120 млрд.) в рынок в мае ушло RUB78.2 млрд.

ТАБЛИЦА 2. АУКЦИОНЫ ОФЗ В МАЕ И ИХ ИТОГИ

	04.05.11	11.05.11	18.05.11	25.05.11	
План					
Выпуск к размещению	ОФЗ 25077	ОФЗ 25076	ОФЗ 26204	ОФЗ 25076	
Объем предложения	RUB40 млрд.	RUB20 млрд.	RUB20 млрд.	RUB20 млрд.	
Факт					
Выпуск к размещению	ОФЗ 25077	ОФЗ 25076	ОФЗ 25076	ОФЗ 25076	ОФЗ 25077
Объем предложения	RUB40 млрд.	RUB20 млрд.	RUB20 млрд.	RUB20 млрд.	RUB20 млрд.
Ориентир доходности	7.30-7.40%	6.55-6.65%	6.50-6.60%	6.50-6.60%	7.45-7.55%
Премия к вторичке	да	да	нет	нет	да
Доходность отсечения	7.40%	6.64%	6.60%	6.60%	7.55%
Доходность размещения	7.39%	6.61%	6.60%	6.60%	7.55%
Объем размещения	RUB31.6 млрд.	RUB19.4 млрд.	RUB6.9 млрд.	RUB2.2 млрд.	RUB18.2 млрд.
Bid-to-cover	1.06	1.74	1.05	1.45	1.47

Источник: Минфин РФ, ФБ ММВБ, НБ «Траст»

Минфин РФ, прямо скажем, был скуп на премии по ОФЗ на майских аукционах. 18 мая Reuters обнародовал знаковое (как стало ясно чуть позже) интервью главы долгового департамента Минфина, сообщившего о намерениях ведомства увеличить дюрацию портфеля ОФЗ и предоставлять более существенные премии при размещении длинных выпусков.

Напряженность на рынках в мае все же позволила рынку увидеть подтверждение данного заявления. 18 мая Минфин отказался от размещения 7-летнего выпуска ОФЗ 26204 в пользу ОФЗ 25076 по причине сильного внешнего негатива. Предложенные ориентиры по 3-летней бумаге не предполагали какой-либо премии – в итоге из RUB20 млрд. ведомство разместило порядка трети. На аукцион 25 мая в дополнение к запланированному ОФЗ 25076 Минфин вывел на размещение 5-летний выпуск ОФЗ 25077, дав по нему незначительную премию к вторичному рынку – порядка 3 бп по доходности. В итоге в рынок ушел практически весь предложенный объем (RUB18.2 млрд.).

Поистине «разгуляться» на длине Минфин решил в июне – дюрация портфеля облигаций федерального займа, которые будут размещаться на первичке, увеличилась в сравнении с первоначальными планами ведомства. Равно как и объем размещения ОФЗ – в июне в рынок будет «вбивать» RUB200 млрд., что на RUB50 млрд. выше прежних планов.

ТАБЛИЦА 3. АУКЦИОНЫ ОФЗ В ИЮНЕ

	01.06.11	08.06.11	15.06.11	22.06.11	29.06.11	
Предварительный план*						
Выпуск	ОФЗ 26205	ОФЗ 25076	ОФЗ 25077	ОФЗ 26204	ОФЗ 25077 ОФЗ 25076	
Срочность, лет	10 лет	3 года	5 лет	7 лет	5 лет	3 года
Предложение, RUB млрд.	20	20	20	20	50	20
Скорректированный план						
Выпуск	ОФЗ 26205	ОФЗ 25079	ОФЗ 25079	ОФЗ 26206	ОФЗ 26206	ОФЗ 26205 ОФЗ 256204 ОФЗ 25079 ОФЗ 26206 ОФЗ 25079
Срочность, лет	10	4	4	6	6	10 7 4 6 4
Предложение, RUB млрд.	20	10	20	20	20	10 20 10 50 20

* в соответствии с предварительным планом размещения ОФЗ на 2К 2011

Источник: Минфин РФ, Reuters

Мы не будем уникальны, заявив, что завлечь участников в длину Минфину удастся лишь за счет предложения премий. Все прекрасно понимают, что ликвидность в ОФЗ 26204 присутствует лишь благодаря наличию рублевого евробонда Russia 18R, имеющего схожую дюрацию и торгуемого зарубежными участниками рынка, на котором и для которых дюрация порядка 5.5 лет не является чем-то далеким и пугающим. Ликвидность размещенного в апреле 10-летнего ОФЗ 26205 остается крайне низкой.

Мы располагали возможностью наблюдать первый в череде июньских аукционов – размещение 1 июня нового 4-летнего ОФЗ 25079 и 10-летнего ОФЗ 26205. Обнародованные за день до размещения ориентиры Минфина по ставке 4-летнего выпуска составляли 7.20-7.29%. Исходя из рыночной доходности аналогичного по дюрации ОФЗ 25075 (у обоих



выпусков она составляет около 3.6 лет), верхняя граница ориентира ведомства предполагала по доходности 3-6 бп премии к рынку. Однако на аукционе Минфин отсекал заявки по 7.27%, а средневзвешенная ставка размещения составила 7.25%. В итоге был размещен практически весь объем предложения (RUB10 млрд.) при существенном переспросе – bid-to-cover был равен 2.76х.

В целевом диапазоне доходностей от ведомства по ОФЗ 26205 (8.10-8.18%) в явном виде премии мы не увидели. В день обнародования ориентиров немногочисленные сделки по бумаге на рынке проходили по ставке 8.14-8.16%. С учетом длины ОФЗ 26205 и низкой ликвидности выпуска на вторичке, мы не считали, что размещение даже по верхней границе ориентира (с учетом практики ведомства – отсечение заявок по верхней границе и размещение на 1 бп ниже) обеспечит продажу большей части предложения. Тем не менее Минфин отсекал и размещал по 8.18%, тем самым удовлетворив практически все поданные заявки (bid-to-cover 1.01х). Из предложенных RUB20 млрд. было размещено RUB15.5 млрд.

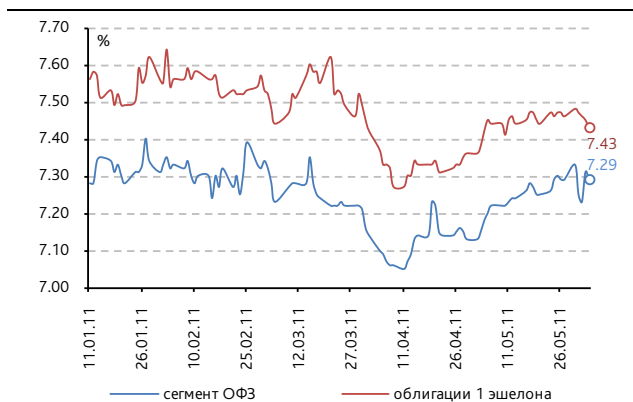
Таким образом, при размещении длинных выпусков не исключено, что Минфин отойдет от своей традиционной в последние месяцы стратегии на первичке – отсечения по верхней границе диапазона доходностей и размещения по ставке на 1 бп ниже. Судя по доразмещению 10-летнего ОФЗ, вполне возможно, что ведомство будет «собирать» все поданные заявки, отсекая и размещая по верхней границе диапазона. Конечно, это не совсем укладывается в заявление о предоставлении больших премий «на длине», но вполне является стратегией, обеспечивающей максимизацию объема размещения. В свою очередь пример вывода на рынок среднего по дюрации ОФЗ 25079 вполне позволяет думать, что регулятор будет более внимательно реагировать на конъюнктуру в день размещения.

ДОХОДНОСТИ И СПРЕДЫ: В ИЮНЕ НЕ ЖДЕМ СУЩЕСТВЕННЫХ ИЗМЕНЕНИЙ

Май не привнес ничего нового в ситуацию на рублевом рынке. Основные тенденции прошедшего месяца касательно доходностей и спредов между секторами и сегментами таковы:

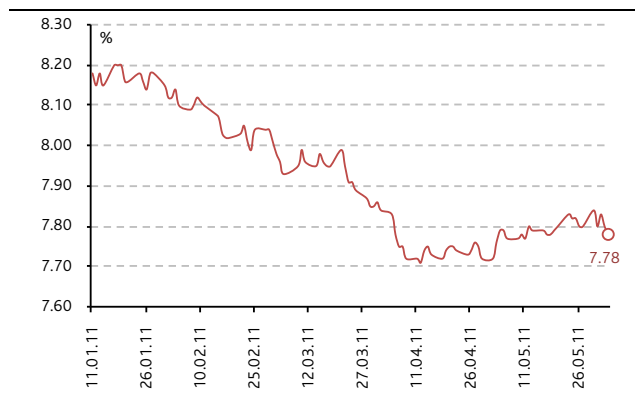
- По рыночным данным на начало июня (мы оперируем ими с целью избежать риска некорректных выводов, которые потенциально могли бы сформироваться вследствие большой массы технических сделок, традиционных для последних дней месяца) мы констатировали опережающий рост доходности в секторе госбумаг (ОФЗ) в мае. Он составил 16 бп против 6-7 бп роста по бондам первого и второго эшелонов. Причину этого мы видим в большей ликвидности рынка ОФЗ, который в этой связи оказался сильнее подвержен распродажам на негативе извне, а также в высоком объеме предложения со стороны Минфина на первичном рынке. Последний фактор, в частности, в 2010 году являлся ключевой причиной более медленного роста цен госбумаг в сравнении с негосударственными выпусками.

ДИАГРАММА 8. ДОХОДНОСТИ ОФЗ И ОБЛИГАЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRI), ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 9. ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRI), ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

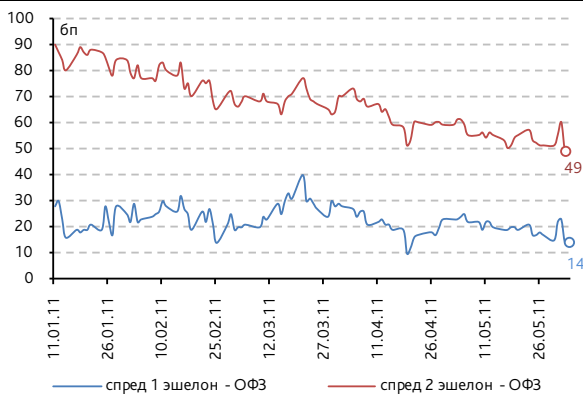
- Опережающее снижение доходностей выпусков второго эшелона с начала года (-40 бп на начало июня, исходя из доходности индекса рублевых облигаций второго эшелона TRUST TRI 2nd Tier) в первую очередь определяется принятием инвесторами повышенных рисков в поисках большей доходности. Наряду с этим с начала года второй эшелон обеспечил наибольшее предложение бумаг – совокупный объем размещений здесь составил порядка RUB273 млрд. против предложения в RUB101 млрд. со стороны эмитентов первого эшелона и RUB79 млрд. – третьего.



Доходности облигаций первого эшелона за январь-май снизились на 13 бп до 7.43%, что тем не менее на 25-27 бп выше абсолютных минимумов октября 2010 года.

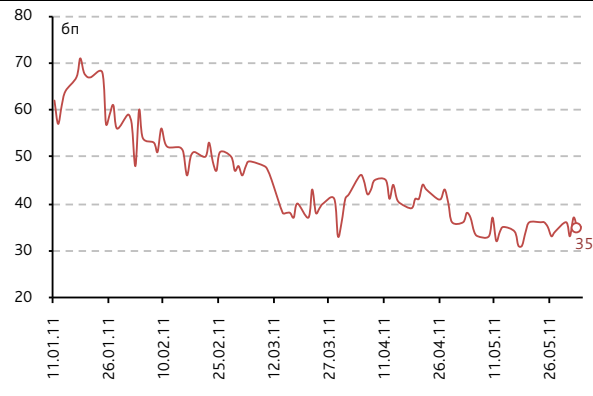
- Спреды облигаций второго и первого эшелонов к ОФЗ в мае сузились на 9-10 бп. Дальнейшего сжатия спредов между облигациями первого эшелона к ОФЗ не ждем. Активность на первичке во втором эшелоне и «гонка за доходностью» оставляет потенциал для сокращения спредов между данным эшелонам и ОФЗ.
- Сужение спредов между выпусками второго и первого эшелонов в мае практически отсутствовало. В терминах соответствующих индексов TRI за май спред сжался на 1 бп до 35 бп. Мы по-прежнему не видим факторов для дальнейшего сокращения спредов в последующие месяцы. С начала года спред между вторым и первым эшелонами уменьшился на 29 бп, из которых порядка 20 бп пришлось на первые три месяца 2011 года.

ДИАГРАММА 10. СПРЕДЫ МЕЖДУ ВЫПУСКАМИ ПЕРВОГО И ВТОРОГО ЭШЕЛОНОВ К ОФЗ (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRI), ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 11. СПРЕДЫ МЕЖДУ ОБЛИГАЦИЯМИ ВТОРОГО И ПЕРВОГО ЭШЕЛОНОВ (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRI), ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



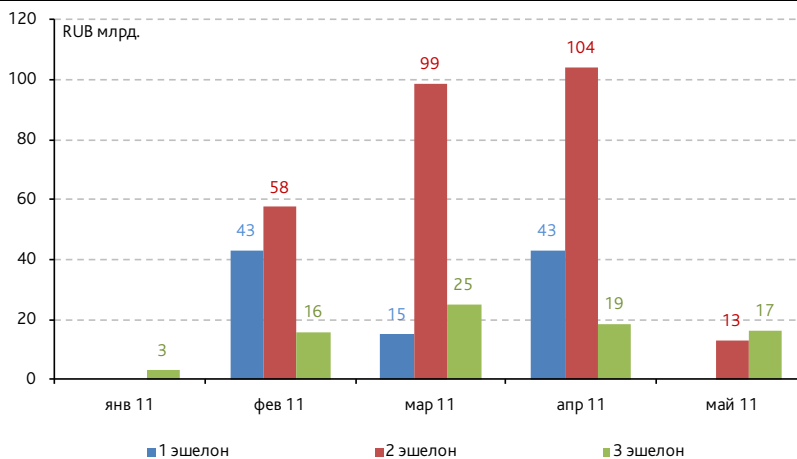
Источник: НБ «Траст»

- В июне мы склоняемся к умеренному росту доходностей. В сегменте ОФЗ на конец первого летнего месяца мы ждем доходность в 3-летней дюрации на уровне 6.70-6.90% (в терминах ОФЗ 25071) против 6.70-6.75% на начало месяца.

МАЙ: ЗАТИШЬЕ НА ПЕРВИЧКЕ И ПАРАД РАЗМЕЩЕНИЙ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ БУМАГ; ПЛАНИРУЕМЫЙ ОБЪЕМ НОВОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ В ИЮНЕ – СВЫШЕ RUB100 МЛРД.

Первичный рынок в мае практически замер. Данная ситуация явилась следствием набора факторов в виде уже упомянутых – негатива с внешних рынков и напряженности с ликвидностью и на денежном рынке в начале месяца, а также снижения рыночной активности по причине праздничных дней. Это вынуждало инвесторов откладывать размещения до нормализации рыночной конъюнктуры.

ДИАГРАММА 12. ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ В РАЗРЕЗЕ ЭШЕЛОНОВ, ЯНВАРЬ – МАЙ 2011



Источник: НБ «Траст»



При этом в июне практически гарантированный на текущий момент объем первички составит порядка RUB110 млрд. Основное предложение будет обеспечено эмитентами второго эшелона в дюрации 2.5-4 года, что мы связываем как с «гонкой за доходностью» (которую при приемлемом уровне кредитного риска во втором эшелоне инвесторы видят), так и с благоприятной конъюнктурой по средним и длинным выпускам в сегменте ОФЗ.

Мы не исключаем, что по итогам июня не все нижеперечисленные эмитенты выйдут на рынок. В отношении отдельных выпусков третьего эшелона вполне возможно требование инвесторами дополнительной премии при размещении, что, возможно обусловит решение эмитентов отложить выход на рынок публичного долга.

ТАБЛИЦА 4. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В ИЮНЕ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 09.06.2011)

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, RUB млрд.	Ориентир по купону	Срок до оферты / погашения	УТМ / УТР	Дюрация, лет
Западный скоростной диаметр 01*	07.06.11	5.0	8.75%	5 лет	8.68%	4.2
Западный скоростной диаметр 02*	07.06.11	5.0	8.75%	5 лет	8.68%	4.2
Евраз Холдинг Финанс, 05*	07.06.11	5.0	8.4%	5 лет	8.58%	4.2
Евраз Холдинг Финанс, 07*	07.06.11	15.0	8.4%	5 лет	8.58%	4.2
Самарская обл. 35007*	08.06.11	12.2	7.49%	5.5 лет	7.68%	4.1
Мечел 17*	09.06.11	5.0	8.4%	5 лет	8.57%	4.1
Мечел 18*	09.06.11	5.0	8.4%	5 лет	8.57%	4.1
Мечел 19*	14.06.11	5.0	8.4%	5 лет	8.57%	4.1
РМК-Финанс 04*	09.06.11	5.0	9.0%	3 года	9.2%	2.7
НК Альянс, 04	14.06.11	5.0	9.0-9.25%	5 лет	9.2-9.46%	4.2
Группа Разгуляй БО-13	15.06.11	1.0	дисконтная	3 года		
Сэтл Групп БО-01	15.06.11	1.0	12.0-12.7%	1.5 года	11.04-11.57%	1.4
Чувашия, 31008	15.06.11	1.0	8.0%	3 года	7.60-8.0%	2.7
КБ «Центр-Инвест»	21.06.11	1.5	8.5-9.0%	1.5 года	8.68-9.20%	1.4
Дельта Кредит, 06	22.06.11	5.0	7.15-7.65%	3 года	7.28-7.8%	2.8
РСГ Финанс, 01	22.06.11	3.0	10.75-11.25%	1.5 года	11.04-11.57%	1.4
Обувьрус, 01	22.06.11	0.7	12.25-13.0%	1.5 года	12.63-13.42%	2.6
МКБ БО-5	23.06.11	5.0	8.9-9.4%	3 года	9.10-9.62%	2.7
Tele2 Россия	24.06.11	5.0	9.0-9.5%	5 лет	9.20-9.73%	4.1
Запсибкомбанк БО-01	24.06.11	2.0	9.5-10%	1.5 года	9.73-10.25%	1.4
Кузбассэнерго-Финанс, 01	27.06.11	10.0	8.2-8.5%	3 года	8.37-8.68%	2.7
КБ Кедр БО-01	28.06.11	1.5	9.25-9.5%	1.5 года	9.46-9.73%	1.4
Буровая Компания Евразия, 01	29.06.11	5.0	9.0-9.5%	5 лет	9.2-9.73%	4.1
Итого:		108.9				

* фактические параметры по итогам закрытия книги заявок / размещения
 Источник: данные организаторов, Reuters, НБ «Траст»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Департамент макроэкономики и стратегии

Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Департамент кредитного анализа

Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

sales@trust.ru

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора 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 отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.