

29 января 2010

Содержание

- **Курс рубля: третий коридор 35-36 руб**
- **Размещение РЖД**

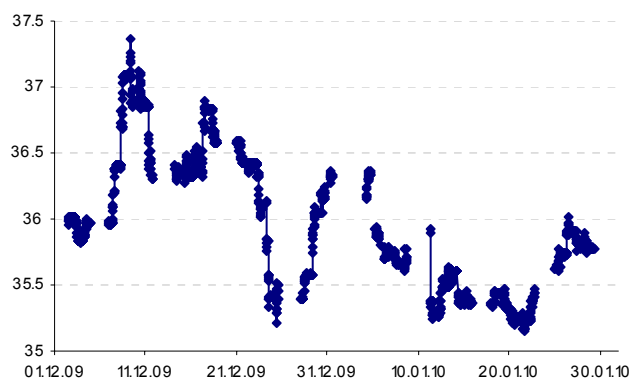
Стр 1

Стр 2

Курс рубля: третий коридор 35-36 руб

В течение всего января бивалютная корзина колебалась в диапазоне 35-36 руб. По нашему мнению, это не случайно и связано с тем, что после 36 руб. за корзину ЦБ прекращает свои плановые покупки. Таким образом, ЦБ создал на валютном рынке третий неявный коридор. Насколько жестким будет этот коридор, зависит от объема плановых интервенций ЦБ. Принципы, на основе которых Банк России определяет объемы плановых покупок и продаж валюты, до сих пор остаются туманными. Но, если мы правильно понимаем логику ЦБ, то диапазон 35-36 руб. за корзину – это надолго.

Наша гипотеза о том, что ЦБ прекращает плановые покупки после 36 руб. за корзину и начинает плановые продажи после 37 руб. (см. наш обзор от 09.12.2009), нашла подтверждение в данных по интервенциям за декабрь. В прошлом месяце корзина находилась ниже 36 руб. в течение всего 6 торговых дней, а объем плановых покупок составил примерно \$1.4 млрд. В ноябре, когда корзина постоянно находилась в диапазоне 35-36 руб., объем плановых покупок был на уровне \$4 млрд. Кроме того, в декабре в течение двух дней корзина превышала 37 руб., и, одновременно, впервые с сентября ЦБ осуществил плановые продажи валюты на \$0.4 млрд. С помощью нехитрых вычислений можно заключить, что ежедневный объем плановых покупок/продаж валюты в декабре составлял \$200-250 млн.

Динамика бивалютной корзины (руб.)

Однако, исходя из заявлений Алексея Улюкаева по поводу объема покупок валюты в январе (\$1 млрд. за 10 торговых дней, в течение которых корзина была ниже 36 руб.), в этом месяце ЦБ снизил размер плановых покупок. В связи с этим возникает вопрос, на основе каких принципов ЦБ принял решение об изменении параметров интервенций? В Основных направлениях ДКП на 2010 год указывалось на то, что объем плановых интервенций в частности определяется параметрами платежного баланса. Однако январское сальдо текущего счета является традиционно самым высоким в году, поэтому исходя из состояния платежного баланса, снижение плановых интервенций в этот период не выглядит логичным.

ЦБ создал на валютном рынке третий неявный коридор: 35-36 руб.

ЦБ прекращает плановые покупки после 36 руб. за корзину и начинает плановые продажи после 37 руб.

В январе ЦБ снизил размер плановых покупок

Мы видим две причины для снижения интервенций ЦБ в январе. Первая связана с традиционно высоким уровнем рублевой ликвидности и низкими ставками в этом месяце, что делает вложения в рубль менее привлекательными. Вторая исходит из того, что Банк России использует плановые покупки валюты для сдерживания укрепления рубля. Поэтому, после того как в сентябре-октябре давление на рубль возросло, ЦБ увеличил объем плановых интервенций, а когда в декабре корзина далеко ушла от 35 руб., они были снижены.

Если наша первая версия верна, то ЦБ повысит объем плановых интервенций по мере снижения избыточной ликвидности, то есть уже в феврале-марте. Однако, мы больше склоняемся ко второй версии и не ждем серьезного увеличения плановых покупок в феврале. Банк России стремится минимизировать свое участие на валютном рынке, а серьезного давления на курс рубля сейчас нет, а, следовательно, нет и необходимости повышать объемы интервенций.

Участники валютного рынка сейчас очень нервно реагируют на заявления представителей ЦБ, ожидая в любое время от Банка России каких-то резких мер по принудительному ослаблению рубля. Мы не считаем такие ожидания оправданными и полагаем, что с большой вероятностью корзина будет достаточно продолжительное время колебаться в диапазоне 35-36 руб.

Размещение РЖД

Во вторник закрывается книга заявок на участие в выпуске рублевых облигаций РЖД 23 серии объемом 15 млрд рублей. По выпуску предусмотрена пятилетняя оферта, а ориентиры доходности заявлены организаторами на уровне 9.41-9.83%% при дюрации 4.11-4.08 лет (диапазон ставки купона: 9.2-9.6%%). Отметим, что РЖД 23 будет самым «длинным» среди прочих выпусков компании, что дает наибольший потенциал роста цены данных облигаций в случае дальнейшего снижения рыночных ставок.

Заявленные ориентиры доходности выглядят весьма привлекательно, поскольку помимо премии за более длинную дюрацию, предлагают порядка 25-65 б.п. к текущему спреду доходности выпусков РЖД над кривой ОФЗ. По нашему мнению, такая премия является вполне приемлемой для инвесторов, уверенных в предстоящем понижении ставки ЦБ и прочности текущей ценовой конъюнктуры на рынке рублевых облигаций. Однако, с учетом некоторой неопределенности на рынке, мы рекомендуем инвесторам принимать окончательное решение о параметрах своей заявки 2 февраля, в день закрытия книги.

При выставлении заявок, мы не рекомендуем инвесторам упускать из вида большой объем зарегистрированных рублевых выпусков РЖД, которые могут выйти на рынок уже в ближайшее время. Также стоит обратить внимание на сообщение компании о планах выхода на рынок еврооблигаций в марте 2010 года (объем \$1 млрд), где, с учетом текущих ставок NDF, для рублевого инвестора может сложиться более привлекательный уровень доходности, чем на локальном рынке.

Мы видим две причины для такого шага

С большой вероятностью ЦБ не повысит объем плановых интервенций в феврале

Ожидания резких мер ЦБ по принудительному ослаблению рубля не оправданы. Корзина будет находиться в диапазоне 35-36 руб.

РЖД 23 – самый «длинный» выпуск в корпоративном сегменте

Заявленные ориентиры весьма привлекательны

Но не стоит забывать о навесе нового предложения и об альтернативе вложения в еврооблигации РЖД

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.