

Еженедельный обзор

 Богословский Д.
 Лукьянов П.

28 февраля 2007 г.

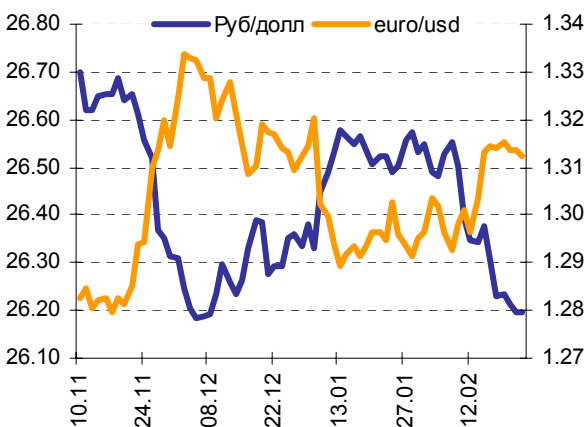
Индикаторы рынка

Взгляд на рынок



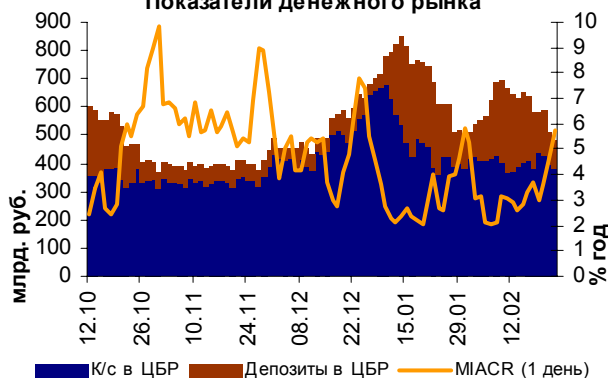
Рынок валютных облигаций

Инвесторы покупали американские облигации благодаря спросу на «безопасность» из-за опасений продолжения ядерной программы Ирана, что в начале новой недели опустило доходность 10Y UST ниже 4.55%, а доходность 10-летних немецких бумаг – ниже 4.0%. Мы ожидаем значительную коррекцию в ближайшие 1-2 недели, видим уровни для коротких позиций. Ухудшение аппетита на риск, в конечном счете, затронет EM, рекомендуем защитные торги.



Рынок рублевых облигаций

Конъюнктура внутреннего долгового рынка на текущей неделе сложится приблизительно также как и на предыдущей. Высокой активности на вторичном рынке мы не ожидаем. До конца налоговых выплат будут преобладать боковые движения. Тем не менее, наш среднесрочный прогноз нейтрально-позитивный. Уже с начала марта можно ожидать улучшения ситуации с ликвидностью, что, в свою очередь, поспособствует росту спроса на изрядно подешевевшие бумаги по всей кривой доходности. Внимание к первичному рынку.

Показатели денежного рынка


Показатель	Тек. знач.	↑↓ за неделю
Индекс RCBI-с	147.630	0.16%
Индекс PTC	1970.770	3.46%
RUX-Cbonds	205.760	0.22%
Спрэд EMBI+, б.п.	172.000	2.000
Yld. 10Y UST, %	4.627	-0.063
Курс USD/RUR	26.1730	-0.040
Курс EUR/USD	1.3188	0.003
Нефть, Brent, долл.	60.00	2.930

Торговые идеи

- **Продавать UST вблизи нижней границы 4.5-4.6%;**
- **Продавать длинные Bunds;**
- **Переводить средства в high-grade EM, покупать Аргентину;**
- **Таблица рекомендаций по рынку рублевых облигаций**

Рынок внешних долгов

Базовые активы

Прошлая неделя выдалась относительно спокойной для рынка казначейских облигаций США. Действительно, единственно важные события, включая публикацию индекса потребительских цен США и протокола последнего заседания FOMC, приходились на середину недели. И даже неожиданный рост базового показателя потребительской инфляции в январе на 0.3% (ожидалось 0.2%) вызвал лишь краткосрочную коррекцию рынка, выразившуюся в росте доходности индикативной 10-летней ноты Казначейства США с 4.67% до 4.73%, который затем был компенсирован покупками на опасениях о возможном кризисе ипотечного рынка в секторе высокодоходных кредитов (sub-prime loans). Кроме того, инвесторы покупали американские облигации благодаря спросу на «безопасность» из-за опасений продолжения ядерной программы Ирана, что в начале новой недели опустило доходность до 4.62%.

Скорее всего, быки больше всего рассчитывают на слабость показателей по недвижимости и второй оценки ВВП США, которые выходят во вторник и среду. При этом ожидается, что базовый индекс личных потребительских расходов PCE «не подведет» и составит не более 0.2%. Если бы речь шла исключительно о спекулятивных покупках, то подобная ситуация предполагала фиксацию прибыли в случае реализации ожиданий спекулянтов, но также и закрытие длинных позиций при более сильных показателях по экономике. Однако спрос на «тихую гавань» будет оказывать фоновую поддержку и снизит потенциал коррекции. Хотя нельзя списывать со счетов недавние предупреждения представителей ФРС о том, что снижение показателей базовой инфляции еще не стало тенденцией (даже обычно нейтральная глава ФРБ Сан-Франциско Йеллен высказала опасения по поводу возможного роста инфляционного давления), перевод средств в безопасные активы сегодня играет главенствующую роль.

Таким образом, на предстоящей неделе мы ожидаем роста волатильности при сохранении снижения процентных ставок. Рынок сумел пробить 5-месячный уровень поддержки на отметке 4.57-4.58%, хотя это не заслуга спекулянтов, а практически всех участников рынка. Мы предполагаем, что коррекция рынка также будет значительной, поэтому рекомендуем использовать уровни, близкие к нижней границе сложившегося диапазона 4.5-4.6% по доходности 10Y UST для открытия коротких позиций. Эта рекомендация полностью укладывается в наш прогноз о том, что весной мы можем увидеть существенный рост доходности из-за не оправдавшихся надежд на быстрое сокращение ставок.

В еврозоне доходность 10-летних немецких государственных облигаций за счет спроса на «безопасность» впервые с января опустилась ниже 4.0%, несмотря на ожидания повышения ставки ЕЦБ в начале марта. Этому способствовал также слабый отчет по промышленности в регионе. Однако банкиров волнует, прежде всего, усиление инфляционного давления, поэтому рост долгов еврозоны мы считаем нелогичным и рекомендуем открывать короткие позиции.

Повышение процентной ставки Банка Японии на 25 б.п. до 0.5% привлекло внимание, скорее, теоретиков, поскольку в абсолютном выражении увеличение оно незначительное и не оказало

серьезного влияния на долговые и валютные рынки. Однако оно может вызвать ожидания дальнейшего ужесточения денежной политики в стране, что будет способствовать постепенному выравниванию кривой доходности японских JGBs. Текущий спрэд между 30-ти и 2-летними составляет 160-170 б.п., но, скорее всего, он будет снижаться, по крайней мере, до 100 б.п.

Долги Emerging markets

Высокодоходные рынки в целом провели скучную неделю, поскольку американская статистика не сумела изменить позитивные настроения, заданные полугодием выступлением главы ФРС Бернанке, но спрос на базовые активы из соображений безопасности сделал инвесторов более осторожными и покупки замедлились. Тем не менее, даже на таком рынке мы увидели новые рекорды после того, как бразильские индикативные еврооблигации 2040 года достигли исторического максимума на отметке 134% номинала, хотя, как мы прогнозировали, лучше выглядели более длинные активы бразильской кривой. Стоит также отметить хорошую динамику долгов «нефтяной группы» благодаря очередному витку роста цен на нефть, когда марка Brent достигла \$60 за баррель. Некоторые суверенные заемщики решили воспользоваться улучшением конъюнктуры для проведения внешних заимствований. В частности, Перу провела обмен долгов почти на \$2.4 млрд., Аргентина выпустила облигации на \$750 млн., Бразилия провела доразмещение. Однако, похоже, в ближайшие дни ситуация ухудшится, поскольку опасения по поводу безопасности в связи с продолжением ядерной программы Ирана и возможным кризисом ипотечного рынка США будут способствовать снижению аппетита на риск. Только за один вторник, 27 февраля, который пока еще нельзя считать черным, но с явными оттенками серого, американские фондовые индексы потеряли 3-4%. И, хотя пока нет речи о глобальном обвале рискованных активов, тем более, что в середине недели мы наблюдаем активное восстановление азиатских фондовых рынков, недавние движения можно воспринимать как «первый звонок» для инвесторов, потерявших всякий страх. Поэтому мы рекомендуем на ближайшие 2-3 недели занять более защитные торги, т.е. повысить среднее кредитное качество портфелей за счет бумаг с инвестиционным рейтингом, таких как Россия и Мексика, а также диверсифицировать риск за счет включения слабокоррелированных активов, таких как глобальные облигации Аргентины. Хуже рынка мы оцениваем перспективы еврооблигаций Турции, которые могут оказаться под давлением сброса мусорных бумаг и недавнего комментария S&P, который не предполагает повышение рейтинга в ближайшем будущем.

Рынок внутренних долгов

Рынок рублевых облигаций на прошедшей неделе отметился разнонаправленными движениями с преобладанием негативной динамики цен. В целом идей у инвесторов не было, а потому и не было движений вверх. Первую половину недели преобладали разнонаправленные движения, без определенных тенденций, а во второй половине, участники рынка решили зафиксировать прибыль в преддверии длинных выходных, тем самым, развернув рынок вниз. Основной причиной таких действий и пессимистического настроения игроков выступают предстоящие налоговые выплаты, а как следствие – ухудшение ситуации с ликвидностью. Стоит также отметить, что ставки МБК в среду были выше 4% годовых, а в четверг уже выше 5%. Заметим, что всю неделю активность торгов на вторичном рынке была низкой, что также говорит о неуверенности игроков. В качестве еще одной причины низкой активности на вторичном рынке можно выделить ряд первичных размещений. Интересным можно назвать размещение девятого облигационного займа ОАО «Газпром». Объем займа составляет 5 млрд. рублей. Срок обращения 7 лет. Компания имеет рейтинги Standard&Poor's - BBB/Стабильный, Moody's – A3/Стабильный, Fitch – BBB-/Позитивный. Ставка купона установлена в размере 7.23% годовых. Доходность соответствующая данной ставке купона составила 7.36% годовых. Отметим, что справедливая доходность мы оценили порядка 7.10-7.20% годовых. Проведя анализ размещения мы пришли к выводу, что доходность, с которой прошло размещение, выше справедливой, а значит размещение прошло с премией к рынку в размере 16 б.п.

Также 20 февраля состоялось размещение 2го облигационного займа Группы компаний Виктория. Объем займа составляет 1.5 млрд. рублей. Срок обращения 3 года. Заем был размещен полностью. Ставка купона установлена в размере 10.89% годовых. Эффективная доходность облигаций составила 11.19% годовых. Проведя анализ размещения мы пришли к выводу, что доходность, с которой прошло размещение, выше справедливой, а значит инвесторы получили премию к рынку в размере 9 б.п.

В общем, мы считаем, что конъюнктура внутреннего долгового рынка на текущей неделе сложится приблизительно также как и на предыдущей. Высокой активности на вторичном рынке мы не ожидаем. До конца налоговых выплат будут преобладать боковые движения. Тем не менее, наш среднесрочный прогноз нейтрально-позитивный. Уже с начала марта можно ожидать улучшения ситуации с ликвидностью, что, в свою очередь, поспособствует росту спроса на изрядно подешевевшие бумаги по всей кривой доходности.

01 марта состоится размещение 2го облигационного займа ООО Белон-Финанс. Объем займа составляет 2 млрд. рублей. Срок обращения 5 лет, предусмотрена оферта через 2.5 года. ООО Белон-Финанс является дочерней компанией ОАО Белон. Компания «Белон» является крупным российским производителем угля и продуктов его переработки, одним из лидеров на рынке металлотрейдинга в России. Ключевыми направлениями деятельности компании являются добыча коксующихся и энергетических углей, производство угольного концентрата, строительных материалов и инновационных продуктов. На вторичном рынке облигаций в настоящий момент обращается 1й

заем эмитента. Его дюрация составляет приблизительно 2.06 (в годах). Среднее значение спреда между 1ым займом и кривой доходности ОФЗ составляло приблизительно 300-310 б.п. Таким образом, справедливую доходность 2го займа, мы оцениваем порядка 9.20-9.30% годовых. Рекомендуем участвовать на аукционе, т.к. инвесторам может быть предоставлена премия к справедливому уровню порядка 10-20 б.п.

Таблица наших рекомендаций:

Эмитент	Дата рекомендации	Целевая цена	Текущая цена	Рекомендации
Якутия 35001	26.01.2007	102.60	102.30	Покупать
КОМИ 5в	23.01.2007	105.55-105.60	104.50	Покупать
ЯрОбл-05	22.01.2007	100.10	99.57	Покупать
КБ Центр-Инвест, 01	18.01.2007	100.20-100.25	100.11	Покупать
Макси-Групп 01	31.01.2007	98.40	97.45	Покупать
ТНИКОЛЬ Ф1	08.02.2007	101.00-101.30	100.20	Покупать
Воронежская область 34003	09.02.2007	108.10-108.40	107.30	Покупать

Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель Председателя Правления Рукавишников Алексей Михайлович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Анализ финансовых рынков		
Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Бодрин Юрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5310)
Долговые инструменты		
Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)
Долговой рынок капитала		
Бахшиян Шаген	BahshiyanSG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Брокерское обслуживание и доверительное управление		
Бабаджанов Сухроб	BabadzanovSS@banksoyuz.ru	729-55-00 (5476)
Операции на фондовых рынках		
Палей Илья	PaleyIY@banksoyuz.ru	729-55-18 (5368)
Спаскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Денежные рынки		
Тихонов Денис	Denis.Tikhonov@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)
Спиридонов Александр	SpiridonovAB@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (495) 729-5500; факс: (495) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица 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 документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 729-55-00