

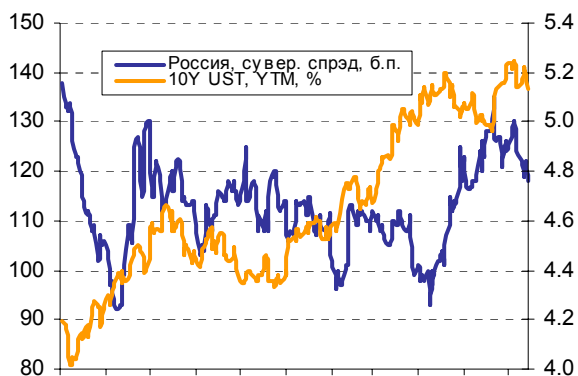
# Еженедельный обзор

 Богословский Д.  
Лукьянов П.

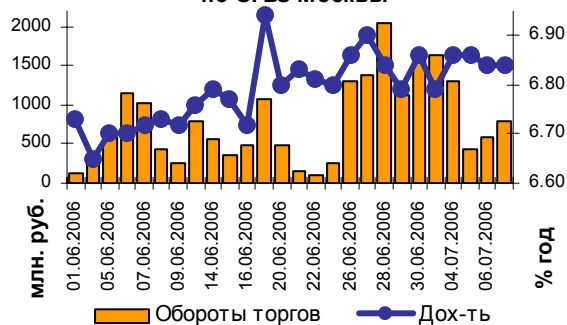
11 июля 2006 г.

## Индикаторы рынка

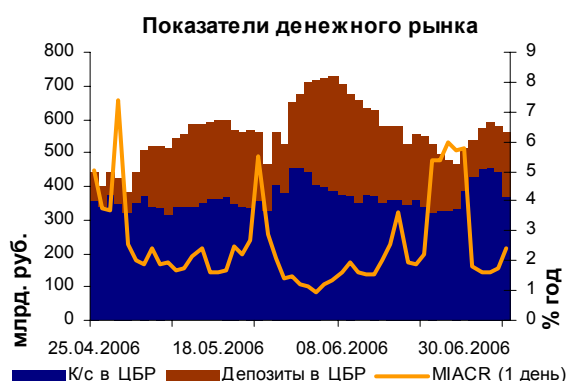
## Взгляд на рынок



Динамика оборота торгов и доходности по ОГВЗ Москвы



Обороты торгов Дох-ть



Показатели денежного рынка

К/с в ЦБР Депозиты в ЦБР M1ACR (1 день)

Показатель	Тек. знач.	↑↓ за неделю
Индекс RCBI-c	141.010	0.19%
Индекс PTC	1547.200	3.52%
RUX-Cbonds	194.460	0.15%
Спрэд EMBI+, б.п.	212.000	-9.000
Yld. 10Y UST, %	5.128	-0.010
Курс USD/RUR	26.8781	-0.064
Курс EUR/USD	1.2810	0.002
Нефть, Urals, долл.	68.98	0.870

## Рынок валютных облигаций

Доходность индикативных 10Y UST останется вблизи 5.20%, а инверсия кривой доходности UST на 10-летнем участке будет минимальной. Главным отчетом недели будут данные по розничным продажам США в пятницу, до которых рынок будет торговаться в узком диапазоне при более низкой волатильности. В EM оставаться (или увеличить долю) просевших бумаг с высоким купоном: Бразилия'30, Колумбия'15, Венесуэла'18.

## Рынок рублевых облигаций

Хорошие инвестиционные возможности в рублевых бумагах первого эшелона возможны только в рамках спекулятивных стратегий. На текущей неделе, по нашему мнению, таких возможностей у инвесторов не будет, поэтому нашей базовой рекомендацией остается покупка коротких ликвидных выпусков второго/третьего эшелона. Альтернативным направлением инвестиций мы видим участие в аукционах. Непременное условие – предоставление премии к рынку, в особенности по долгосрочным выпускам, чтобы минимизировать процентный риск.

## Валютный и денежный рынки

Текущая неделя не изобилует событиями и макроэкономической статистикой, поэтому ожидаем относительной стабильности на валютном рынке. Впереди нас ждут: данные по инфляции, а также выступление Б. Бернанке с традиционным полугодовым докладом по экономике перед Конгрессом. Но это уже на следующей неделе. На этой неделе ожидаем торговли по паре евро/долл в диапазоне 1.2700-1.2800.

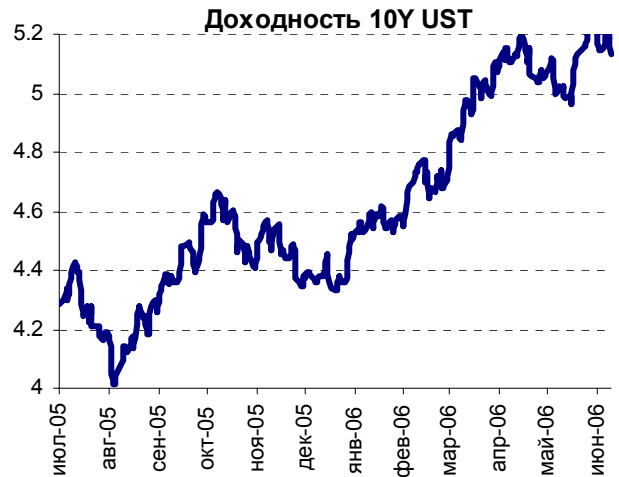
## Торговые идеи

- Играть на выпрямление кривой доходности Bunds
- В EM продавать Турцию'30 на 141% номинала, держать просевшие выпуски с высоким купоном: Бразилия'30, Колумбия'15, Венесуэла'18
- Участвовать на аукционе с премией к обращающемуся выпуску РТК-Лизинг в размере 40-50 б.п.

## Рынок внешних долгов

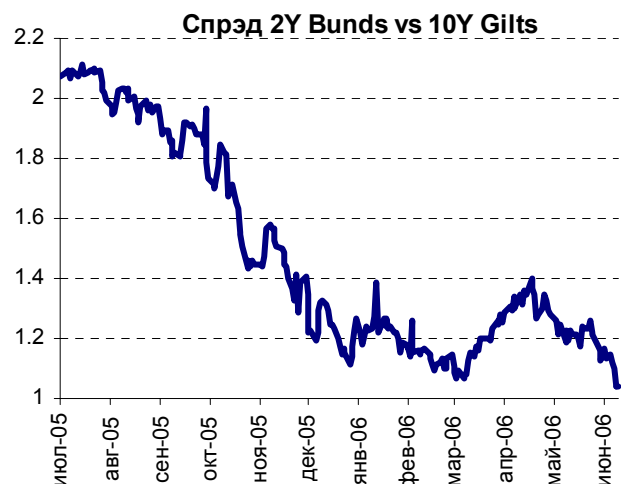
### Базовые активы

Смешанные данные по экономике США усиливают неопределенность перспектив дальнейшего ужесточения денежной политики, сохраняя высокую волатильность базовых активов. Праздник в США по поводу Дня Независимости 4 июля лишь снизил объемы торгов, однако разброс доходности индикативных 10Y UST оставался высоким: от 5.24% (5 июля) до 5.128% (7 июля). Сначала инвесторы отреагировали на неожиданный рост заводских заказов США (0.7%), продавая инструменты с фиксированной доходностью, но в пятницу стали откупать бумаги после выхода слабых данных по занятости (121 тыс. человек против 175 тыс. по прогнозам). Таким образом, рынок по-прежнему пребывает в таинственном неведении в отношении процентных ставок в США, но степень пессимизма значительно снизилась по сравнению со второй половиной июня. Мало, кто предполагает, что ставка Fed Funds может быть повышена сразу на 50 б.п. и на каждом следующем заседании, где она будет повышаться на 25 б.п., будут надежды, что это последнее повышение. Подобные ожидания сохраняют доходность индикативных 10Y UST вблизи 5.20%, а инверсия кривой доходности UST на 10-летнем участке будет минимальной. Главным отчетом недели будут данные по розничным продажам США в пятницу, до которых рынок будет торговаться в узком диапазоне.



Другой важный вопрос – волатильность базовых активов. За последние недели бумаги обрисовали потенциальные максимумы по доходности, поэтому возвращение к этим уровням будет восприниматься уже не так нервно. В то же время, рынок постепенно привыкает к формулировке ФРС о том, что «дальнейшие решения по денежной политике» будет зависеть от выходящих отчетов по статистике, что, на наш взгляд, должно снизить волатильность.

Государственные европейские облигации показали положительную коррекцию после того, как ЕЦБ и Банк Англии (как и ожидалось), оставили процентные ставки на уровне 2.75% и 4.50% соответственно. Однако настроения остаются негативными, поскольку серия сильных отчетов убеждают, что ЕЦБ может поднять стоимость заимствований уже до конца лета. Поэтому мы считаем, что «игра» на выравнивание кривой доходности немецких бумаг по-прежнему оправдана. Также мы рекомендуем покупать спрэд между 2Y Bunds и 10Y Gilts, который снова стал сокращаться в ожидании ужесточения денежной политики в еврозоне.



### Долги Emerging Markets

Анализ динамики спрэдов EMBI+ (за неделю сократились на 9 б.п. до 212 б.п.) показывает, что отношение инвесторов к риску

улучшается. Этому способствовало не только снижение доходности UST, но и ряд позитивных данных в сегменте EM, включая повышение рейтинга Чили агентством Moody's на 2 ступени и победу фаворита рынка Кальдерона на президентских выборах в Мексике. В то же время, судя по низким объемам, инвесторы пока очень насторожены, и любая негативная новость может опустить рынок. Хотя спекулянты готовы покупать уже на сегодняшних уровнях, основная масса участников рынка пока только оценивают возвращение в сегмент. Сегодня мы можем говорить только о закрытии коротких позиций по emerging debts (short-covering), свежих покупок пока мало. Поэтому мы считаем, что стабилизация рынка после распродаж в июне-мае состоялась, и в ближайшие дни установятся диапазонные торги. Снижение рискованной премии EMBI+ снизит зависимость EM от динамики мировых фондовых рынков, способствуя небольшому снижению волатильности.

На фоне общего оптимизма внешних рынков (в том числе после слабых данных по занятости США) покупки наблюдались в наиболее недооцененных кредитах, которыми однозначно являлись турецкие долги. За неделю котировки индикативных Турция'30 прибавили более 250 б.п. по цене до 138.5% номинала, при том, что еще на предшествующей неделе они достигали 131.125%. Участие в подъеме принимали внутренние и международные инвесторы, после того, как усилия ЦБ Турции позволили стабилизировать курс турецкой лиры. В то же время мы снова повторяем, что увеличение котировок турецких активов происходило не столько за счет свежих покупок, сколько за счет закрытия коротких позиций. Поэтому, несмотря на статус фаворитов последних дней, турецкие еврооблигации остаются фундаментально слабыми бумагами, и при любой негативной информации они первыми окажутся под ударом. Изнутри негатив может быть вызван неблагоприятным развитием отношений с МВФ. Таким образом, мы не рассчитываем на дальнейший рост турецких бумаг (для этого нужен уверенный общерыночный позитив, которого пока нет) и на отметке 141% номинала считаем целесообразными продажи Турция'30.

Активность в Мексике была вызвана неоднозначной реакцией на предварительные итоги президентских выборов. Однако даже после того, как фаворит рынка Фелипе Кальдерон признан победителем, политическая неопределенность может усилиться из-за намерений другого кандидата Лопеса Обрадора оспорить результаты выборов. Поэтому мы не рекомендуем открывать длинные позиции по мексиканским бумагам.

В целом советуем инвесторам занять выжидательную позицию до данных по инфляции США на следующей неделе, поскольку потенциал роста ограничен, а риск покупок после сильного восстановления велик. Поэтому по-прежнему рекомендуем оставаться (или увеличить долю) просевших бумаг с высоким купоном. Такими мы сегодня видим: Бразилия'30, Колумбия'15, Венесуэла'18.

## Рынок внутренних долгов

Наши прогнозы по динамике рынка рублевых облигаций в целом оправдались: после краткосрочного роста в первые два дня на волне реакции от результатов заседания ФРС по ставке, рынок скорректировался и рост цен был отмечен уже только в пятницу. В результате по итогам недели инвестиции в рублевые облигации принесли в среднем 7-8% годовых. Конъюнктуру рынка на прошлой неделе можно было охарактеризовать как умеренно-оптимистическую. Вполне вероятно, что она такой останется в ближайшие несколько дней. Уже несколько последних месяцев динамика рынка рублевых облигаций полностью определяется колебаниями на внешнем долговом рынке. Так как другие факторы, которые могли бы сделать рублевые облигации более привлекательными относительно валютных, себя полностью исчерпали. Ожидания укрепления рубля остаются неизменными полтора месяца, и в ближайшее время мы не видим причин для их смены. Низкая стоимость рублевых средств на межбанковском рынке стала уже нормой. В связи с чем, высоковолатильный в последнее время рынок облигаций США, остается главным фактором риска. По нашему мнению, цикл повышения ставки в США еще не закончился и поэтому та динамика плавного роста доходности UST, которую мы в настоящий момент наблюдаем, продолжится. На этом фоне, хорошие инвестиционные возможности в рублевых бумагах первого эшелона возможны только в рамках спекулятивных стратегий. На текущей неделе, по нашему мнению, таких возможностей у инвесторов не будет, поэтому нашей базовой рекомендацией остается покупка коротких ликвидных выпусков второго/третьего эшелона. Альтернативным направлением инвестиций мы видим участие в аукционах. Непременное условие – предоставление премии к рынку, в особенности по долгосрочным выпускам, чтобы минимизировать процентный риск.

### Инвестиционный портфель

	Дюрация, лет	Доходность, % год	Купон, % год
Ленэнерго	0.48	9.60	10.25
ИжАвто	0.62	13.20	10.7
Балтимор 3в	0.3	8.65	11.65
Севкабель 2в	0.4	12.50	11.5
Русагро	0.42	13.20	11.66
ЮТК 1в	0.2	9.90	14.24
Дикая Орхидея	1.05	11.80	11.3

Об улучшении настроений инвесторов свидетельствует прошедший аукцион по размещению выпуска ГидроОГК, который мы позиционировали как индикатор настроения инвесторов и перспектив дальнейших первичных размещений. Можно признать, что этот аукцион стал наиболее успешным среди, тех, что состоялись в июне. Спрос составил 6.2 млрд. руб. В результате все 5 млрд. руб. были размещены по ставке 8.1% годовых, доходность к погашению через 5 лет составила 8.26% годовых, что обеспечивает примерно 50 б.п. к доходности 2го выпуска ФСК ЕЭС. Мы считаем, что данную премию инвесторы смогут реализовать осенью, когда рынок традиционно

восстанавливается. Доход инвестора в этом случае составит 15-20% годовых.

На эту неделю запланировано 2 размещения облигаций, еще одно было перенесено, что указывает на все еще окончательно не восстановившуюся конъюнктуру рынка. Обращаем внимание на размещение очередного выпуска РТК-Лизинг на 2.25 млрд. руб. Структура бумаги аналогична предыдущему выпуску, предусматривающая годовую оферту и амортизационное погашение.

На рынке имеет обращение 4й выпуск РТК-Лизинг, торгующийся в настоящий момент по доходности к погашению на уровне 8.6-8.7% годовых. Дюрация бумаги составляет 1 год, что практически соответствует дюрации нового займа. В этой связи, с учетом опыта последних размещений и наших прогнозов динамики рынка на ближайший месяц мы рекомендуем участвовать на аукционе с премией к обращающемуся выпуску РТК-Лизинг в размере 40-50 б.п., что на текущий момент соответствует доходности к годовой оферте 9.0-9.2% годовых.

## Валютный рынок

На прошлой неделе на валютном рынке наблюдались низковолатильные торги в диапазоне 1.2720-1.2840 по паре евро/долл. Относительная стабильность явилась следствием ожидания инвесторами основного события недели - данных по занятости в США.

До этого момента из важных событий для валютного рынка обратим внимание на очередное заседание ЕЦБ по ставке. Как и ожидалось, Банк Европы оставил ключевую процентную ставку без изменений на уровне 2.75% годовых. При этом отметим достаточно «агрессивное» заявление Ж-К. Трише, в котором он вновь указал на «бдительность по отношению к инфляционным процессам в экономике», а также на то, что «уровень ставки по-прежнему остается стимулирующим экономический рост». Этот комментарий усилил уверенность инвесторов в более быстром повышении ставки уже в августе, а не в сентябре, как ранее предполагалось. Отметим, что такие ожидания появились после выхода сильнейших значений по промышленному росту (максимум за последние 6 лет) и высокому значению индекса цен производителей в ЕС (также многолетний максимум). То есть, по мнению инвесторов, неплохое развитие экономики еврозоны на фоне усиления темпов инфляции требует от ЕЦБ повышения ставки.

Покупкам доллара в середине недели способствовали завышенные ожидания показателя Non-Farm Payrolls. В течение недели произошла переоценка его значения со 150 до 180 тыс. мест, во многом благодаря слухам, которые в итоге не оправдались. Количество новых рабочих мест в экономике США (вне с/х сектора) в июне составило всего 121 тыс. Реакция инвесторов была незамедлительной – начались продажи доллара в результате которых он упал по отношению к евро до 1.2860, но тут же вернулся на прежние уровни, так как другой, также важный индикатор (рост среднечасовой ставки оплаты труда) показал рост на 3.9% г/г, максимальное значение за последние 5 лет. Столь высокое значение является угрозой для ценовой стабильности и может привести к увеличению темпов инфляции и заставить ФРС продолжить ужесточение денежно-кредитной политики. А показатель Non-Farm Payrolls, хоть и важный, но достаточно волатильный. С учетом пересмотренного в большую сторону значения предыдущего месяца, получится, что в целом состояние рынка труда, несмотря на некоторое замедление, остается неплохим.

Соответственно, данные оказались неоднозначными, что привело к резким колебаниям котировок фьючерсных контрактов на ставку, отражающие неуверенность инвесторов и высокую нервозность, которая продолжает довлеть над валютным рынком уже более месяца.

В итоге, события прошлой недели практически не изменили ситуации на валютном рынке: отметим укрепление уверенности в повышении ставки ЕЦБ в августе и прежнюю вероятность, около 60%, повышения ставки ФРС в августе. В результате, общая конъюнктура валютного рынка сохранится в ближайшие дни: инвесторы будут «остро» реагировать на макроэкономические данные и комментарии представителей монетарных властей.

Текущая неделя не изобилует событиями и макроэкономической статистикой, поэтому ожидаем относительной стабильности на

рынке. Впереди нас ждут: данные по инфляции, а также выступление Б. Бернанке с традиционным полугодовым докладом по экономике перед Конгрессом. Но это уже на следующей неделе. На этой неделе ожидаем торговли по паре евро/долл в диапазоне 1.2700-1.2800.

## Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
<b>Заместитель председателя Правления</b> Сапрыкин Константин Викторович	<a href="mailto:info@banksoyuz.ru">info@banksoyuz.ru</a>	729-55-49
<b>Анализ финансовых рынков</b>		
Богословский Дмитрий	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5385)
Красникова Мария	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5666)
Свиридов Станислав	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5668)
Лукьянов Павел	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5272)
<b>Долговые инструменты</b>		
Автухов Михаил	<a href="mailto:bond@banksoyuz.ru">bond@banksoyuz.ru</a>	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	<a href="mailto:Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru">Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5689)
<b>Долговой рынок капитала</b>		
Бахшиян Шаген	<a href="mailto:BahshiyanSG@banksoyuz.ru">BahshiyanSG@banksoyuz.ru</a>	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	<a href="mailto:BarkovDV@banksoyuz.ru">BarkovDV@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5653)
<b>Брокерское обслуживание и доверительное управление</b>		
Ищенко Николай	<a href="mailto:broker@banksoyuz.ru">broker@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5681)
Бабаджанов Сухроб	<a href="mailto:BabadzanovSS@banksoyuz.ru">BabadzanovSS@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5476)
<b>Операции на фондовых рынках</b>		
Подставкин Алексей	<a href="mailto:lexa@banksoyuz.ru">lexa@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5391)
Кононов Максим	<a href="mailto:Maxim.Kononov@banksoyuz.ru">Maxim.Kononov@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5660)
Спаскин Андрей	<a href="mailto:SpasskinAY@banksoyuz.ru">SpasskinAY@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5458)
Шомахов Павел	<a href="mailto:ShomahovPY@banksoyuz.ru">ShomahovPY@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5389)
<b>Денежные рынки</b>		
Спиридонов Александр	<a href="mailto:SpiridonovAB@banksoyuz.ru">SpiridonovAB@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5244)
<b>Оценка финансовых рисков</b>		
Куринов Наран	<a href="mailto:KurinovNB@banksoyuz.ru">KurinovNB@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»  
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1  
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505  
E-mail: [info@banksoyuz.ru](mailto:info@banksoyuz.ru) Internet: [www.banksoyuz.ru](http://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 и 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 намереваться 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: (095) 729-55-00