# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР
РЫНКА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

26 января 2009 ПОНЕДЕЛЬНИК

КИТФинанс

**СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

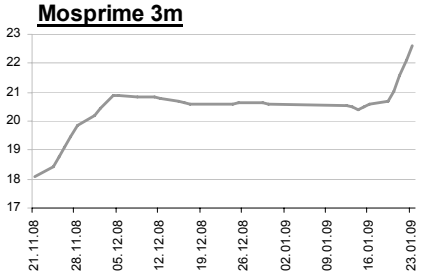
**Владимир Малиновский**
v.malinovskiy@kf.ru

***Не надо забывать, что ослабление рубля в первую очередь решает задачи, поставленные перед Центральным банком, в то время как банковские спекуляции – это лишь следствие выбранной модели девальвации.***

## Денежная неликвидность…

Инвесторы переоценили собственные силы в желании заработать на ослаблении курса рубля, пустив на скупку валюты значительную долю свободных ресурсов. В момент же когда потребовалось единомоментно направить относительно большой объем средств на налоговые выплаты, оказалось, что рублей категорически не хватает. В этих условиях, одной только поддержки ЦБ оказалось недостаточно – для высвобождения наличности пришлось продавать валюту, акции и облигации. Естественно, что в такой ситуации, под давлением продавцов рубль стал дорожать к иностранным валютам, несмотря на то, что ЦБ в течение недели продолжал объявлять о расширении технических границ колебаний курса рубля.

**Mosprime 3m**

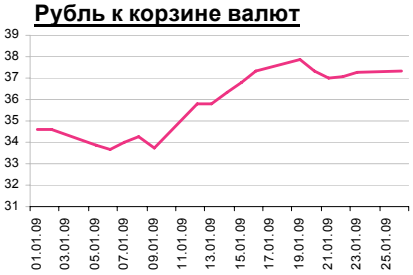



И хотя на протяжении практически всей прошедшей недели продажи сохранялись по всем фронтам, новую неделю мы начали без позитивных изменений – стоимость ресурсов на рынке МБК оставалась на достаточно высоких уровнях, а остатки на корсчетах лишь немногим превышали 400 млрд рублей. Очередные налоговые выплаты (26 января – акцизы и НДПИ, 28 января - налог на прибыль), практически не оставляют денежному рынку шанса восстановится ранее февраля. А значит давление со стороны дефицита ликвидности, на все сектора, как на валютный рынок, так и долговой, сохранится.

## … и Валютное таргетирование

Очень похоже, что в своей политике, проводимой на валютном рынке в январе, ЦБ придерживался предварительно разработанного плана, который, скорее всего, включал в себя двухэтапное ослабление рубля в январе – порядка 10% путем ежедневных расширений коридора и последующую 10%-ую девальвацию.

**Рубль к корзине валют**




При этом в СМИ периодически отмечается, насколько грамотно ЦБ воспользовался возникшим дефицитом на денежном рынке, дабы максимально безболезненно провести достаточно сильное ослабление рубля. Однако, считаем, что реально особой заслуги Центрального банка здесь нет: возможно при подготовке плана он рассчитывал, что налоговый период может несколько снизить спрос на валюту, но вряд ли прогнозировал столь резкое сокращение ликвидности.

Хочется лишь напомнить, что ослабление рубля – изначально это не плод спекулятивной игры инвесторов, а решение ЦБ, которое отражает необходимость исполнения плана по бюджетным доходам в условиях значительно снизившихся поступлений от экспорта нефти. Поэтому в первую очередь Центральному банку необходимо, чтобы курс рубля достиг тех уровней, при которых рублевая выручка от валютных поступлений будет максимальна. А спекулятивная игра инвесторов – лишь следствие выбранной ЦБ модели ежедневного ослабления курса валюты, при которой отказаться от легкого заработка практически невозможно.

Таким образом, мы ожидаем, что при восстановлении нормального функционирования денежного рынка, Центральный банк не должен препятствовать дальнейшему ослаблению курса национальной валюты, ожидаем, что достигнуть объявленного ориентира в 41 к корзине валют рубль сможет уже в феврале.

СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

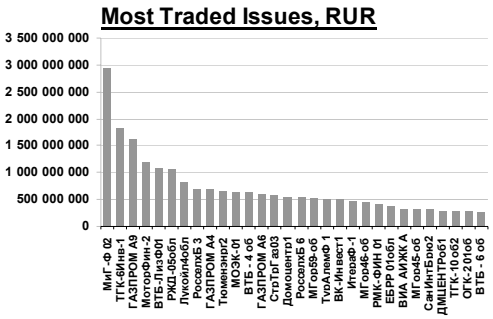
## Влияние на долговые рынки

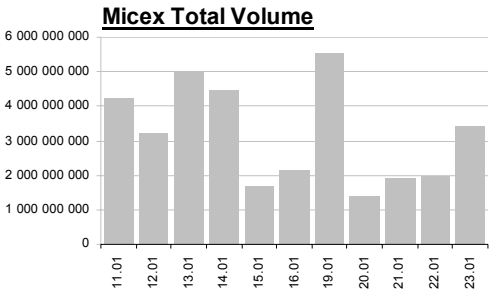
Определение потолка изменения курса рубля к мировым валютам, который должен действовать на среднесрочной перспективе на наш взгляд можно оценивать позитивно для рублевых облигаций, спрос на которые в значительной степени ограничен нежеланием инвесторов вкладывать средства в рублевые инструменты в условиях неопределенности относительно дальнейшего поведения национальной валюты. В текущей же ситуации, инвесторы в принципе могут попробовать поверить обещаниям ЦБ, что рубль не опустится ниже объявленных ориентиров, и будут включать в расчет справедливой доходности облигаций валютную составляющую как величину определенную.

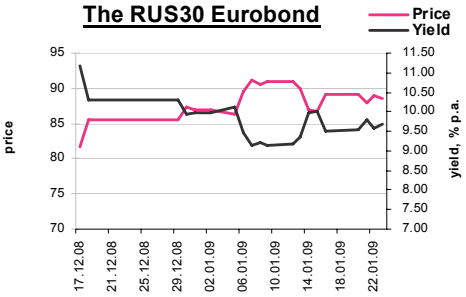
В то же время переход ЦБ к определению среднесрочных таргетов по курсу рубля практически свел на нет спрос к российским еврооблигациям, который обеспечил значительное снижение ставок валютных бондов в последние месяцы 2008 – первые недели 2009 годов.

До последнего времени еврооблигации были практически единственным инструментом, в которые российские банки размещали свои резко увеличившиеся валютные пассивы (в значительной степени ввиду перетока рублевых вкладов в валютные). Появление определенности по поводу курса рубля, наряду с одной стороны низкими ставками по валютным вкладам и сократившимися доходностями по евробондам с другой, скорее всего, может привести к коррекции на внешнем долговом рынке и соответственно росту доходности торгующихся бумаг.

Впрочем, переток интереса инвесторов от валютных к рублевым облигациям – это, скорее всего не дело ближайшей недели: во-первых, денежная ликвидность не позволяет обратить внимание на внутренний долговой рынок, во-вторых, реальное поведение валютного рынка может и отличаться от предварительных прогнозов.




## Прошедший аукцион по ОФЗ – Минфин во всяком случае доволен

На прошедшей неделе состоялся аукцион по размещению нового выпуска федеральных облигаций срочностью три года при объявленном объеме 7 млрд рублей. Его результаты оценивают по-разному. С одной стороны Минфин доволен интересом, который предъявили инвесторы к аукциону, выставив заявки почти на 8 млрд рублей. С другой стороны общий объем размещения выпуска составил 1,76 млрд рублей, из трех удовлетворенных заявок, объем одной составил 1,7 млрд., то есть, по сути, состоялся аукцион одного покупателя.

Единственный вывод, который можно сделать из размещения – Минфин действительно старается проводить более или менее рыночные аукционы, предлагая доходность по облигациям в целом близкую к ожидаемой. Таким образом, версия, что эмитент старается вернуть жизнь рынку, выстраивая кривую доходности, соответствующую реалиям, для того чтобы впоследствии достаточно активно занимать средства через размещение ОФЗ, получает под собой достаточно веские основания. Кроме того, этому сценарию соответствуют и продолжающиеся заключаться сделки на дальнем конце кривой доходности ОФЗ на уровне 13,5-14,5% годовых.

СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

## Вести с полей

На прошедшей неделе четыре эмитента не смогли вовремя исполнить обязательства по выплате купонного дохода по своим займам. При этом практически все технические дефолты имеют реальный шанс перерасти в действительные.

| Бумага | Объем эмиссии | Вид неисполненного обязательства | Плановая дата исполнения обязательства | Статус |
|---|---|---|---|---|
| ДВТГ-Финанс, 2 | 5 000 000 000 | Купон | 22.01.2009 | Технический дефолт |
| РИГрупп, 2 | 1 500 000 000 | Купон | 21.01.2009 | Технический дефолт |
| Энергосберегающие ресурсы, 1 | 128 000 000 | Купон | 20.01.2009 | Технический дефолт |
| Диксис Трейдинг, 1 | 1 800 000 000 | Купон | 20.01.2009 | Технический дефолт |

## Инвесторы опять в поиске защитных инструментов

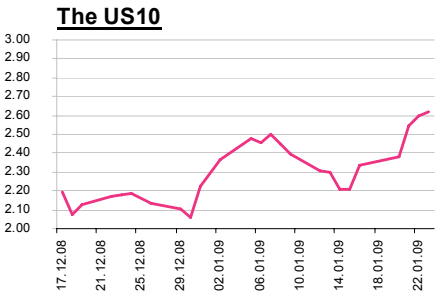
Опасения по поводу развития мировой экономики, текущего положения в финансовом секторе, на рынке труда и в производственных отраслях заставляют инвесторов искать способы защитить свои активы. Достаточно устойчивым остается спрос на золото, котировки которого добрались уже до уровня $900 за унцию.

При этом доллар все еще сохраняет статус надежной валюты, что обеспечивает спрос, несмотря на негативный информационный поток. Результатом стало укрепление доллара до 1,29 по отношению к евро на конец прошедшей недели. Предсказать движение пары евро/доллар на ближайшую перспективу становится все сложнее: с одной стороны мы сохраняем свое пессимистичное отношение к доллару как защитной валюте, с другой – перспектива снижения ставок в Еврозоне, а также ухудшающиеся экономическое положение европейских стран ставят под сомнение, что инвесторы предпочтут евро доллару.

Кроме того отметим, что свои позиции сохраняет японская йена, в то время как основным аутсайдером среди ведущих валют остается британский фунт, за который теперь дают всего лишь 1,35 доллара.

Вместе с тем, стоит отметить, что инвесторы постепенно теряют интерес к американским казначейским обязательствам, доходность которых за последнюю неделю выросла сразу на 30 б.п. с 2,3% годовых до порядка 2,6% годовых, что связано, скорее всего, с масштабными планами по стимулированию экономики, которые сейчас готовит новая администрация, потребующих новых размещений гос облигаций.




## План Обамы, заседание ФРС, нововведения банка Японии

Регуляторы продолжают предлагать меры, которые способствовали бы восстановлению экономик от затянувшегося кризиса. Так, совсем скоро должен быть озвучен план нового американского президента, объем которого по предварительной информации оценивается более $800 млрд. Значительная часть его связана с налоговыми льготами и стимулированием потребления, в том числе домохозяйствами, а также на развитие энергосберегающих технологий.

Кроме того, ожидается, что очередной пакет мер будет представлен на заседании ФРС, которое состоится 27-28 января. Учетная ставка, которая является одним из инструментов денежно- кредитного управления ФРС и так находится на минимальном уровне, поэтому именно направление и размер помощи финансовой системе со стороны ФРС может оказать влияние на рыночную конъюнктуру по итогам заседания.

## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

Среди нововведений в сфере борьбы с кризисом, можно отметить шаг Банка Японии, который принял решение напрямую выкупать корпоративные облигации заемщиков высокого кредитного качества срочностью до года. Тем самым регулятор, по сути, частично взял на себя функции финансового сектора, как проводника кредитных ресурсов предприятиям. Не исключено, что введение такой меры будет более оперативным и действенным, нежели предоставление средств пусть и заранее выбранным предприятиям и через государственные банки.

На текущей неделе ожидается публикация достаточно большого количества важной информации по США и странам Европы. Оказать влияние на рынок могут блок информации по экономическому положению стран Еврозоны в четверг, данные по ВВП США за четвертый квартал, которые станет известны в пятницу.

### ПУБЛИКАЦИЯ МАКРОЭКОКНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ 26-30 ЯНВАРЯ 2009 ГОДА

| дата, | время | | период | прогноз | прежнее |
|---|---|---|---|---|---|
| 26/01 | 16.30 | Индекс деловой активности ФРБ Чикаго | дек | ---- | -2,47 |
| 26/01 | 18.00 | Продажи домов в США (млн) | дек | 4,40 | 4,49 |
| 26/01 | 18.00 | Индекс опережающих индикаторов США | дек | -0,30% | -0,40% |
| | | | | | |
| 27/01 | 10.00 | Цены на импорт в Германии (мес/мес) | дек | -2,70% | -3,40% |
| 27/01 | 12.00 | Сальдо текущего счета еврозоны (с/у сез. колеб., млрд евр | о) ноя | -8,00 | -6,40 |
| 27/01 | 15.45 | Объем продаж в розничных сетях США (нед./нед.) | --- | ---- | +1,10% |
| 27/01 | 16.55 | Объем продаж в розничных сетях США от Redbook (мес/мес) | --- | ---- | -2,50% |
| 27/01 | 17.00 | Цены на дома в США от Case-Shiller (мес/мес) | ноя | -2,00% | -2,20% |
| 27/01 | 18.00 | Доверие потребителей в США от Conference Board | янв | 39,00 | 38,00 |
| 27/01 | 18.00 | Сводный индекс ФРБ Ричмонда | янв | ---- | -55,00 |
| 27/01 | 18.00 | Индекс производственного сектора ФРБ Ричмонда | янв | ---- | -55,00 |
| 27/01 | 18.00 | Индекс сектора услуг ФРБ Ричмонда | янв | ---- | -30,00 |
| | | | | | |
| 28/01 | 15.00 | Индекс ипотечного кредитования в США за неделю | --- | ---- | 1195,30 |
| 28/01 | 18.30 | Запасы нефти в США за неделю | | | |
| 28/01 | 22.15 | Ставка ФРС США | --- | 0,00% | 0,00% |
| 28/01 | ----- | Инфляция в Германии (предварит., мес/мес) | янв | -0,30% | +0,30% |
| | | | | | |
| 29/01 | 02.50 | Розничные продажи в Японии (год/год) | дек | -1,60% | -0,90% |
| 29/01 | 12.00 | Безработица в Германии (с/у сезонных колебаний) | янв | 7,70% | 7,60% |
| 29/01 | 13.00 | Деловой климат в еврозоне | янв | -3,50 | -3,17 |
| 29/01 | 13.00 | Настроения потребителей в еврозоне | янв | -31,00 | -30,00 |
| 29/01 | 13.00 | Экономические настроения в еврозоне | окт | 65,80 | 67,10 |
| 29/01 | 13.00 | Настроения в промышленности в еврозоне | окт | -34,00 | -33,00 |
| 29/01 | 13.00 | Настроения в сфере услуг в еврозоне | окт | -18,00 | -17,00 |
| 29/01 | 16.30 | Заказы на товары длительного пользования в США | дек | -2,00% | -1,50% |
| 29/01 | 16.30 | Обращения за пособиями по безработице в США за неделю | --- | 575.000 | 589.000 |
| 29/01 | 16.30 | Число обращений за пособиями по безработице в США (млн) | --- | 4,65 | 4,607 |
| 29/01 | 18.00 | Продажи новых домов в США (млн) | дек | 0,40 | 0,407 |
| 29/01 | 19.00 | Индекс обрабатывающего сектора ФРБ Канзаса | янв | ---- | -21,00 |
| 29/01 | ----- | Разрешения на строительство, выданные в США (млн) | дек | ---- | 0,549 |
| | | | | | |
| 30/01 | 02.30 | Расходы домашних хозяйств Японии | дек | -3,80% | -0,50% |
| 30/01 | 02.30 | Число претендентов на рабочие места в Японии | дек | 0,72 | 0,76 |
| 30/01 | 02.30 | Безработица в Японии | дек | 4,20% | 3,90% |
| 30/01 | 02.50 | Промышленное производство в Японии (предварит., мес/мес) | дек | -9,00% | -8,50% |
| 30/01 | 08.00 | Заказы на строительство в Японии | янв | ---- | -12,50% |
| 30/01 | 08.00 | Число домов, начатых строительством, в Японии (год/год) | дек | -8,00% | 0,00% |
| 30/01 | 10.45 | Индекс цен производителей Франции (мес/мес) | дек | -1,20% | -1,90% |
| 30/01 | 12.30 | Потребительское кредитование в Британии (млрд фунтов) | дек | 0,70 | 0,751 |
| 30/01 | 13.00 | Инфляция в еврозоне (предварит., год/год) | янв | +1,40% | +1,60% |
| 30/01 | 13.00 | Безработица в еврозоне | дек | 7,90 | 7,80% |
| 30/01 | 16.30 | Базовый индекс потребительских расходов в США | 4 кв | +0,70% | +2,40% |
| 30/01 | 16.30 | Индекс потребительских расходов в США | 4 кв | -5,40% | +5,00% |
| 30/01 | 16.30 | ВВП США | 4 кв | -5,40% | -0,50% |
| 30/01 | 17.00 | Индекс NAPM Нью-Йорка | янв | ---- | 388,50 |
| 30/01 | 17.45 | PMI Чикаго | янв | 34,00 | 35,10 |
| 30/01 | 17.45 | Индекс Университета Мичигана (окончат.) | янв | 61,90 | 60,10 |

Источник: Reuter

КИТФинанс

## Аналитический Департамент


**Отдел Анализа рынка долговых инструментов**
+ 7 (495) 641 4414

**Владимир Малиновский**
**Начальник отдела анализа рынка долговых инструментов**
v.malinovskiy@kf.ru

**Евгений Воробьев**
**Старший аналитик**
e.vorobiev@kf.ru


## Департамент Долговых Рынков


**Отдел продаж**
Москва
+ 7 (495) 641 4414

**Анна Грицаенко**
a.gritsaenko@kf.ru

+ 7 (495) 641 4414
доб. (50012)

**Михаил Хазан**
m.khazan@kf.ru

+ 7 (495) 641 4414
доб. (50015)

**Международные продажи**
Лондон (АО KIT Finance Europe)
+44 (203) 178 4539

**Анна Василевская**
a.vasilevskaya@kf.ru

+44 (207) 74848988
доб. (67204)





Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. «КИТ Финанс» не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако «КИТ Финанс» имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс». «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.