

Рублевые корпоративные облигации

23 октября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ЭКОНОМИКА

- Атака на рубль » стр. 2

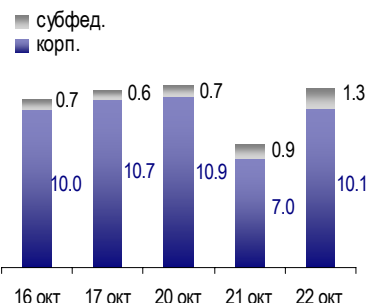
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2831	- 1.7 %
Рублей за доллар США	26.917	+ 1.8 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 63.05	- 5.9 %
Москва-39, дох. % год.	10.56%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	10.96%	+ 8 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	592.7	- 90.7
Остатки на д/с, млрд руб.	113.4	+ 24.3
Сальдо операций с ЦБ	- 262.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

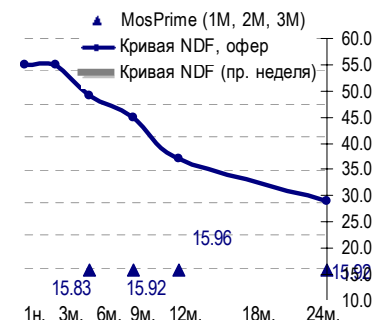


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

27 окт	Уплата НДС
28 окт	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-1169.98	+ 549	4.9	16.21%
АИЖК-874.19	+ 211	3.7	*16.46%
РЖД-892.00	+ 210	2.4	12.40%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МИА-391.00	+ 1 700	0.3	*41.93%
Транскредит-395.00	+ 1 400	1.1	*15.14%
АвтоВАЗ-397.06	+ 856	1.5	11.91%

Лидеры падения

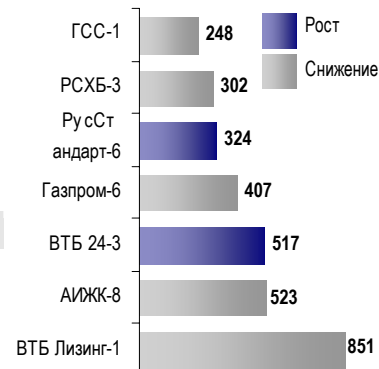
1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-275.00	- 2 494	2.9	*18.70%
Газпром-980.00	- 1 900	4.3	12.88%
Газпромбанк-179.00	- 1 640	2.1	19.79%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-345.00	- 2 055	2.6	41.10%
Русфинанс-378.37	- 1 662	0.5	66.87%
Белон-280.00	- 1 500	0.8	*42.92%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

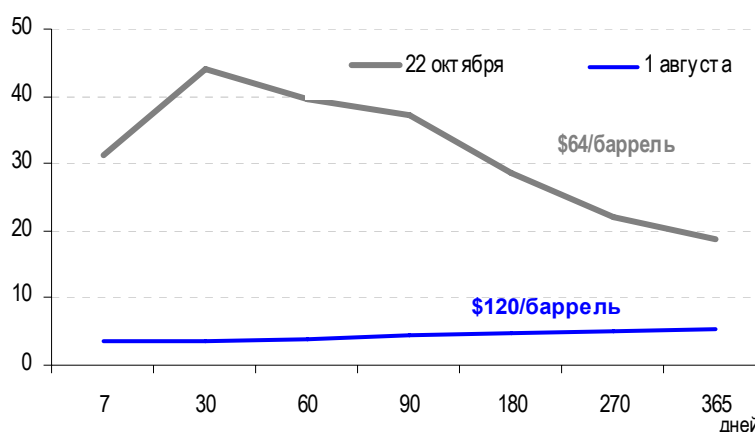
ЭКОНОМИКА

Атака на рубль

Несмотря на все усилия ЦБ, на рынке продолжается массированная скупка валюты. По нашим оценкам, вчера Банк России продал \$3-3.5 млрд. Ситуация повторяется: ЦБ и Минфин массированно вбрасывают рублевую ликвидность, которая потом в течение нескольких дней перетекает в валюту. Судя по форвардным контрактам на рубль, ожидания ослабления российской валюты в ближайшем времени нисколько не спали.

Как мы уже писали, в подобных условиях ЦБ может пойти на формальные или неформальные ограничения по валютным операциям банков. Но если этот контроль не будет тотальным, то, по нашему мнению, он не сможет предотвратить отток капитала. Просто конвертация рублей в валюту будет происходить не на первом звене цепочки: получил от ЦБ беззалоговый кредит – купил валюту, а где-то в дальнейшем, например: получил от ЦБ беззалоговый кредит – прокредитовал предприятие – оно расплатилось по долгам перед другим банком – тот купил валюту. Рыночные стимулы задушить очень сложно. Сейчас, купив доллары и заключив месячный форвардный контракт на их продажу за рубли, можно заработать около 40-50% годовых в рублях – намного выгоднее, чем кредитовать реальный сектор.

Кривая NDF



Однако высокая рублевая ставка NDF говорит не только о курсовых ожиданиях, но и о состоянии рублевого форвардного рынка. Многие участники, особенно российские, фактически его покинули, а те, кто остался, сократили или полностью закрыли лимиты на большинство своих контрагентов. Поэтому спрос на покупку долларов на форварде, формируемый иностранными участниками, сейчас значительно превышает предложение.

Мы полагаем, что нынешние котировки NDF, хотя и завышают ожидания рынка по поводу ослабления рубля (судя по форвардам наибольшая вероятность ослабления - в ближайшие 2 месяца), все же правильно задают общий вектор, что подтверждается массовыми покупками валюты у ЦБ. Что бы не говорили об абсолютной величине валютных резервов ЦБ, фундаментальные экономические показатели играют против рубля.

По нашим оценкам, если средняя цена на нефть в 2009 году будет на уровне \$70/баррель, то сальдо текущего счета станет отрицательным. Помимо цен на нефть, размер дефицита текущего счета в очень большой степени будет зависеть от того, как экономические проблемы в России повлияют на динамику импорта. Очевидно, что темпы роста значительно упадут с нынешних 40%, однако мы не прогнозируем снижение импорта в абсолютном значении, если ЦБ продолжит удерживать курс рубля – в истории России в условиях управляемого курса такое происходило только в 1996 году, когда в стране наблюдалась рецессия (-3.6% ВВП). Наиболее вероятным сценарием мы считаем снижение годовых темпов роста импорта до 20%, в этом случае отток валюты по текущему счету (без учета доходов ЦБ от инвестирования валютных резервов) при цене на нефть \$70/баррель составит около \$60 млрд.

Безусловно, валютных резервов ЦБ (около \$350 млрд. без учета нефтяных фондов) хватит, чтобы компенсировать этот отток, даже если к нему прибавится бегство капитала такого же объема. Но возникает вопрос, а достаточно ли этих средств для поддержки курса в 2010, 2011 годах – очевидно, что чем больше будут падать резервы, тем сильнее будет давление на курс рубль. При этом необходимо учитывать негативные экономические последствия подобной политики.

Во-первых, чем больше валюты будет продавать ЦБ, тем больший объем рублевой ликвидности придется вбрасывать в систему – альтернативой этому является резкое повышение процентных ставок. Таким образом, Банку России и Минфину придется раз за разом увеличивать объемы размещения беззалоговых кредитов и депозитов, а такая раздача денег по определению менее эффективна, чем другие каналы поступления ликвидности. По нашему мнению, это должно негативно повлиять на соотношение экономический рост/инфляция в долгосрочной перспективе. В западных странах негативные последствия масштабного вброса денег государства смягчаются плавающим курсом: снижение конкурентоспособности экономики вследствие прямого государственного вмешательства компенсируется ослаблением национальной валюты.

Во-вторых, необходимо иметь в виду, что, удерживая номинальный курс рубля, ЦБ фактически способствует укреплению рубля в реальном выражении. Укрепление реального курса рубля происходило и раньше, но сейчас, когда нас ожидает замедление экономического роста в связи с ухудшением доступности кредита и падением цен на нефть, оно становится более опасным. Такое развитие событий во многом повторяет ситуацию 1996-97 гг., когда происходило резкое укрепление реального курса, падение цен на нефть и в довершение ко всему разразился Азиатский кризис. Безусловно, наша экономика сейчас намного сильнее: резервов больше, а государственный долг несопоставимо меньше. Однако, история курсовых режимов показывает, что удерживание национальной валюты от ослабления в ситуации отрицательного текущего счета в большинстве случаев приводит к очень негативным последствиям.

Поэтому, несмотря на значительные риски, связанные с ослаблением рубля, и прежде всего, опасность паники среди населения, в среднесрочной перспективе мы ожидаем определенное смягчение курсового режима. В противном случае, если ситуация с ценой на нефть и капитальными потоками кардинально не улучшится, то к 2010-2011 году резервы ЦБ станут сопоставимы с возможностями спекулятивной атаки на рубль. Предотвратить ее смогут жесткие ограничения на капитальные операции, однако фундаментальную проблему слабеющего торгового баланса они не решат.

Прогноз сальдо текущего счета в 2009 г. при \$70/баррель, \$млрд*

	10% рост импорта	20% рост импорта	30% рост импорта
Торговое сальдо	56	23	-7
Текущий счет	-27	-60	-90

* - без учета доходов от инвестирования валютных резервов ЦБ

Источник: оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+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

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrachin@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

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.