

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 08 сентября 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДЕНЖНЫЙ РЫНОК

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛОТОВ

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

Российский денежный рынок переживает не лучшие времена. Прохождение налогового периода в конце месяца получилось очень сложным, в ход были пущены основные инструменты предоставления ликвидности (РЕПО с ЦБ РФ, свободные средства бюджета, средства фонда ЖКХ) и спрос на них превышал предложение. Во многом такая ситуация связана с конъюнктурой валютного рынка, где рубль демонстрирует сильное падение, соответственно Банк России вместо традиционных покупок долларов, является их продавцом для сохранения стабильности валютного курса.

В конце августа однодневные ставки на межбанковском рынке поднимались до 8 % годовых, что было ожидаемо, так как потребность в рублях была очень высокая. На прошлой неделе намечалось восстановление рублевой ликвидности, ставки снизились в начале недели до 5,5 - 6,0 % годовых, дальнейший их незначительный рост был связан со спекуляциями на валютном рынке. Отметим, что состояние краткосрочной ликвидности, несмотря на относительно высокие ставки в целом можно охарактеризовать как удовлетворительное, так как, несмотря на достаточно активные и масштабные заимствования у Центрального Банка через операции РЕПО, ставки overnight держаться ниже стоимости денег ЦБ РФ примерно на 1,0 – 1,5 п. п. Мы связываем повышенный спрос на РЕПО с закрытием спекулянтами коротких позиций по рублю, что в наибольшей степени проявилось в пятницу (объем РЕПО составил 149 млрд. руб.), после того как Банк России вмешался в ход торгов и поддержал рубль.

При этом хотелось бы отметить, что участники достаточно скептически оценивают перспективы снижения стоимости рублей в ближайшие месяцы. Этот вывод можно сделать на основе проведенных аукционов по размещению свободных денежных средств бюджета и главным образом фонда ЖКХ.

Итоги аукционов по размещению средств Фонда ЖКХ

Дата аукциона	Объем предложения, млрд. руб.	Размещенный объем, млрд. руб.	Ставка, % год	Срок, дн.
28.08.08	10	10	10.95	91
	10	10	12.37	371
04.09.08	15	15	9.27	90
	15	15	11.90	181

Отметим, что спрос на всех четырех аукционах в несколько раз превысил предложенный объем средств, что и сформировало столь высокий уровень ставок. Для сравнения стоимость межбанковского кредитования на аналогичные сроки ниже на 1,5-3,0 п. п. Такие высокие ставки удивили даже Фонд ЖКХ. По всей видимости, банки принявшие участие в аукционе (а это представители TOP-20) нашли этот источник среднесрочного фондирования привлекательным и наверно одним из немногих доступных в настоящий момент (к примеру, фондирование с помощью облигаций сейчас трудно реализуемо).

Бюджетные средства Минфина пользовались меньшим спросом, скорее всего в силу их меньшей срочности, из предложенных 60 млрд. руб. было размещено 53 млрд. руб. на 35 дней под ставку 8,04 % годовых. На фоне того, что инструментов предоставления краткосрочной ликвидности, главным образом РЕПО ЦБ РФ, достаточно, они дешевле и не используются полностью, у Минфина по всей видимости возникли подозрения, что средства бюджета используются, как и фонда ЖКХ, для фондирования своей деятельности, поэтому он сократил срок на который размещает средства на депозитах. Так 8 и 9 сентября пройдет традиционный 1 месячный аукцион на 60 млрд. руб. и на 1 неделю на 160 млрд. руб.

Вернемся к операциям РЕПО с ЦБ РФ, напомним, что с 1 сентября регулятор стал лимитировать объем средств, предоставляемых на утреннем аукционе. Мы высказали предположение, что это делается для того, чтобы самые дешевые средства использовались исключительно для восстановления краткосрочной ликвидности, а не для спекуляций. Опыт прошедшей недели показал, что Центральный банк достаточно точно определяет потребности банков в краткосрочной ликвидности. Спрос на аукционах укладывался в предложенные лимиты (с понедельника по четверг ЦБ РФ снизил их с 150 до 70 млрд. руб., и лишь в пятницу на фоне высокой потребности они были повышены до 160 млрд. руб.).

Теперь обратимся к валютному рынку, на котором очередную неделю происходят основные события. После небольшой паузы вновь начались распродажи российской валюты, рубль упал как относительно доллара, так и по отношению к бивалютной корзине. В отличие от августовских распродаж, на прошлой неделе настроения участников определялись в меньшей степени внутри российскими проблемами, сколько общей ситуацией на рынке FOREX и усилением бегства в качество, которое затронуло практически все развивающиеся рынки и соответственно привело к снижению их валют. После выхода ряда слабых макроэкономических данных, как по США, так и по ЕС, суверенные спреды развивающихся рынков существенно расширились, практически достигнув исторических максимумов. Для России конечно, дополнительным негативным фактором служит продолжающееся снижение цен на нефть, одного из ключевых фундаментальных факторов силы рубля. В итоге, уже в четверг курс рубля к бивалютной корзине достиг отметки 30,40, после чего в торги вмешался Центральный Банк, начав продавать валюту. Участники торгов, тем самым увидели верхнюю границу колебаний бивалютной корзины, нижняя граница была определена ранее на уровне 29,1. В пятницу зампред ЦБ РФ А. Улюкаев подтвердил данные границы, заявив, что Банк России готов оказывать поддержку рублю на этих уровнях. В четверг и пятницу мы увидели эту поддержку, по комментариям дилеров ЦБ РФ продал порядка 6 млрд. долл. Фактически эти деньги ушли из банковской системы, что подтверждается повышенным спросом на операции РЕПО с Банком России в пятницу и понедельник, как раз на сумму почти 150 млрд. руб. Хотя валютные интервенции и оказали влияние на игроков, но пока все еще сохраняется давление на рубль.

Дальнейшие покупки рублей со стороны Банка России могут создать острую ситуацию с ликвидностью во второй половине месяца, и главным образом в октябре, когда банкам придется проводить квартальную выплату НДС. Так как предыдущие выплаты этого налога удалось пройти во многом благодаря покупкам долларов и соответственно эмиссии рублей ЦБ РФ, то, по всей видимости, на этот раз денежным властям придется по полной задействовать весь арсенал инструментов поддержания ликвидности. В связи с чем, мы считаем, что высока вероятность того, что с конца сентября по конец октября ставки overnight будут держаться выше уровня 5-6 % годовых, в особо тяжелые периоды, доходя до 7-9 % годовых.

Отметим, что такие перспективы денежного рынка, скорее всего, приведут к корректировке планов властей по дальнейшему ужесточению денежно-кредитной политики. На фоне перспектив нехватки ликвидности в ближайшие месяц-полтора Банку России необходимо думать о стабильности банковской системы и только после появления признаков восстановления ликвидности мы можем увидеть очередной шаг по повышению ключевых ставок и/или нормативов ФОР. Напомним, предыдущий весенне-летний период ужесточения монетарной политики проходил на фоне относительно благоприятного состояния банковской ликвидности.

ПЕРВИЧНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Состояние первичного рынка на прошлой неделе было не лучшим. ТГК-2 смогла разместить облигаций на сумму около 3 млрд. руб. при заявленном объеме займа в 4 млрд. руб. Доходность составила 11,25 % к годовой оферте. Такой результат отчасти можно объяснить недостаточной заявленной доходностью на фоне дешевеющих бумаг энергетических компаний на вторичном рынке. Аукционы по размещению ОФЗ серий 46022 и 25063 и вовсе признаны несостоявшимися, что свидетельствует о спросе ниже установленного минимума. Такая ситуация свидетельствует об осторожности инвесторов и ожиданиях возможного роста ставок. Отметим также новость о том, что Московское правительство приняло решение отказаться от дальнейших заимствований в этом году в виду перевыполнения доходной части бюджета. Изначально данную новость можно

было бы считать позитивной для первичного рынка, так как отказ от дальнейших заимствований снизит конкуренцию за средства инвесторов на первичном рынке. Однако в случае с Москвой это не совсем применимо, поскольку спрос на ее облигации был ограничен в связи с тем, что Москва практически не давала премий ко вторичному рынку на своих аукционах. Поэтому данную новость можно считать нейтральной для рынка.

Также на прошлой неделе произошло ожидаемое пополнение в списке дефолтных эмитентов. Компания СЗЛК не смогла выплатить купон, а также выполнить обязательства по оферте по первому выпуску СЗЛК-финанс. Пока дефолт технический, однако, есть основания полагать, что он станет полноценным. Пресс-служба СЗЛК заявила, что собрание кредиторов приняло решение о введении внешнего управления на предприятии. Планируется сохранить операционную деятельность предприятия и разработать новую схему выплат долгов. Получается, что в лучшем случае держатели облигаций получат свои средства обратно, однако срок их получения не определен.

На этой неделе на первичном рынке активности практически не будет, что неудивительно при текущей конъюнктуре. Размещения ТК-финанс (1 млрд. руб.) и Магадана (1млрд. руб.) вряд ли вызовут серьезный рыночный интерес.

Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK
CAPITAL

РУКОВОДСТВО

Алекс Фидельман
Управляющий директор

ПРОДАЖИ

Владимир Куцев
Вице-президент

Георгий Айвазов

Алексей Егоров

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

Дмитрий Богословский
Вице-президент

Андрей Золотов

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ»

119435 Москва, Россия
Саввинская набережная, 11
Тел.: +7 495 786 6661
Факс: +7 495 786 6662

www.lcib.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданы ФСФР России на осуществление:

Брокерской деятельности:
номер 077-10342-100000 (10.07.2007),

Дилерской деятельности:
номер 077-10347-010000 (10.07.2007),

Доверительного управления:
номер 077-10354-001000 (10.07.2007).

ОЧЕНЬ ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОБРАЩАЕМ ВАШЕ ВНИМАНИЕ, ЧТО ДАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР – ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДУКТОМ КОМПАНИИ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ». ИНФОРМАЦИЯ И ВЫВОДЫ НЕ МОГУТ ПОЛНОСТЬЮ СОВПАДАТЬ С ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ТОЧКОЙ ЗРЕНИЯ. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР НЕ МОЖЕТ БЫТЬ КОМАНДОЙ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ И ДРУГИМ ДЕЙСТВИЯМ.

ПРИВЕДЕННЫЙ МАТЕРИАЛ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ, ПОЛУЧЕН ИЗ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ, ПО МНЕНИЮ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» ЯВЛЯЮТСЯ НАДЕЖНЫМИ.

КОМПАНИЯ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ ЕЕ РАБОТНИКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, АГЕНТЫ И АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ПРЯМЫЕ ИЛИ КОСВЕННЫЕ УБЫТКИ, КОТОРЫЕ НАСТУПИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЫШЕУПОМЯнуТОЙ ИНФОРМАЦИИ.

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВЫСТУПАТЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРАМИ, КОНСУЛЬТАНТАМИ, БРОКЕРАМИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ УПОМЯНУТЫ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОТЧЕТЕ. ПРЕДСТАВИТЕЛИ, РАБОТНИКИ, АГЕНТЫ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВХОДИТЬ В СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ, УПОМЯНУТЫХ В АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ.

УПОМЯНУТЫЕ ВО ВСЕХ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОБЗОРАХ, А ТАК ЖЕ НА ОФИЦИАЛЬНОЙ ВЕБ-СТРАНИЦЕ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ НЕ ПРЕДЛАГАЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМ ИЛИ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ. ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» И НЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ В США АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ ОКАЗЫВАЮТ БРОКЕРСКИЕ УСЛУГИ НИКАКИМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КЛИЕНТАМ, В ОТНОШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЮТСЯ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ОНИ ЯВЛЯЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИБО ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ.

НЕОБХОДИМО ПОМНИТЬ, ЧТО ЛЮБЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МОГУТ БЫТЬ ОЧЕНЬ РИСКОВАННЫМИ И НЕЛИКВИДНЫМИ ДЛЯ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ. КОЛЕБАНИЯ ЦЕН И ДОХОДОВ МОГУТ БЫТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПОД ДАВЛЕНИЕМ РЫНОЧНЫХ И ДРУГИХ ФАКТОРОВ. ПРОШЛЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НЕ МОГУТ БЫТЬ ФАКТОРОМ БУДУЩИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

© ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», 2008 г.