

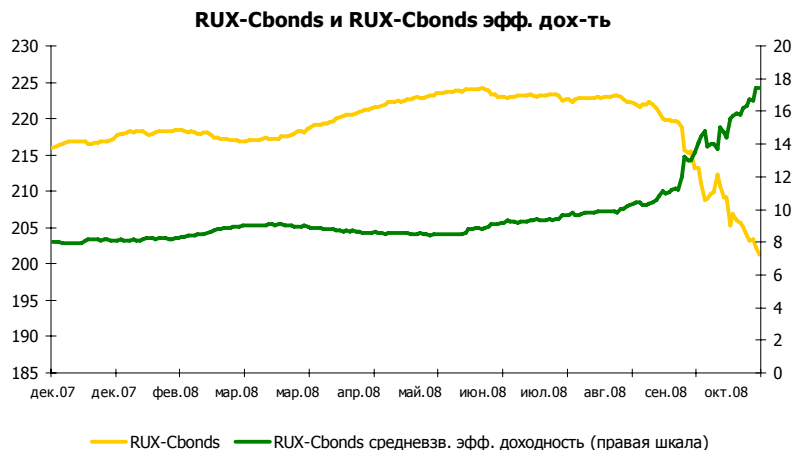


13.10-17.10.2008 г.

### Осторожные признаки роста сменяются новым падением. Новые меры регуляторов по борьбе с кризисом. Технические дефолты становятся обычным явлением

На прошедшей неделе падение российского рынка внутреннего долга продолжилось вслед за развитием глобального финансового кризиса. Однако падение уже не характеризовалось такими масштабами, как на предыдущей неделе. С одной стороны, количество бумаг с подросшими котировками увеличилось (относительно ликвидный первый эшелон), однако с другой стороны, котировки подавляющего большинства облигаций все-таки направлены на понижение. Кроме того, рынок рублевого долга испытывает острейший дефицит спроса и торговой ликвидности, в течение дня проходят лишь единичные сделки. Таким образом, анализировать внутренний долговой рынок как таковой достаточно проблематично, ликвидность отсутствует, спреды между котировками на покупку и продажу необычайно широки, существуют необъяснимые диспропорции даже между выпусками одного эмитента, единичная сделка может привести к изменению уровня доходности на несколько процентных пунктов. Гораздо больший интерес в настоящий момент представляет анализ макроэкономической ситуации и оценка комплекса мер, предпринимаемых Правительством.

В начале недели глобальные рынки наконец-то с позитивом восприняли беспрецедентные меры властей крупнейших мировых

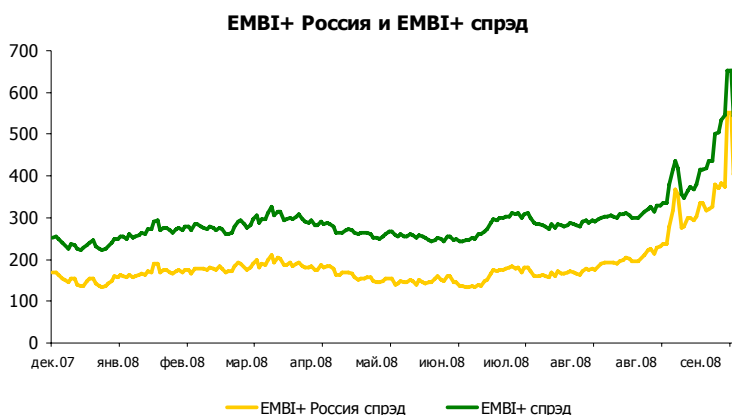




экономик и продемонстрировали осторожную тенденцию к росту. Вместе с улучшившейся конъюнктурой внешних рынков российский рынок также попытался отыграть утраченные позиции. Однако эффект оказался слишком кратковременным. Более того, позитивная динамика на рынке акций практически не оказала влияния на долговой рынок.

В первую очередь нежелание инвесторов возвращаться на перепроданный рынок облигаций связано с возросшим кредитным риском эмитентов и опасение усиления волны технических и реальных дефолтов в ближайшие месяцы. В настоящее время сообщения о технических дефолтах появляются практически каждый день, а с учетом многократно увеличившейся проблемы рефинансирования и роста стоимости кредитов есть все основания предполагать дальнейшее развитие этого процесса. Таким образом, ключевым риском для внутреннего долгового рынка в текущий момент является кредитный риск, в первую очередь для эмитентов третьего эшелона.

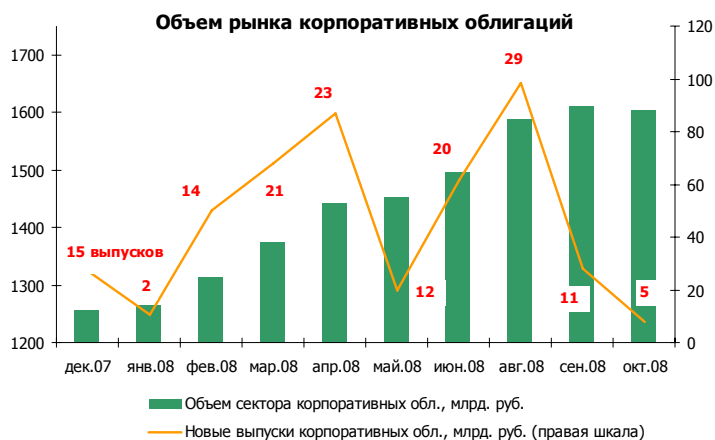
Таким образом, минимальные признаки осторожного оптимизма, проявившиеся в начале недели, уже к середине недели иссякли. Наиболее ликвидные выпуски, подросшие в первые дни недели (ВТБ, ВТБ-Лизинг, РСХБ), не удержались на достигнутых уровнях и уже к среде потеряли несколько десятков базисных пунктов, несмотря на низкие объемы торгов. Помимо продолжения падения на внешнем рынке данный факт связан еще и с тем, что анонсированная государством дополнительная





ликвидность, в частности, средства госфондов, еще не появилась на рынке, а одних анонсированных заявлений уже недостаточно для пересмотра рыночного тренда. Более того, даже после появления данного объема на рынке, большинство бумаг второго-третьего эшелонов окажутся за рамками данной поддержки.

По словам Министра финансов РФ Алексея Кудрина помощь государства в рамках пакета антикризисных мер окажется на рынке на следующей неделе и, вероятно, улучшит ситуацию с дефицитом рублевых средств, однако вряд ли принципиально изменит ситуацию на рынке рублевого долга. В то время пока существует опасность разрастания финансового кризиса и замедления мировой экономики, пока продолжается падение фондовых рынков и существует риск ослабления рубля, рассчитывать на рост интереса к рублевым бумагам не приходится. Однако в условиях глобальной нестабильности на внешних рынках, возможности перепроданного рынка рублевых облигаций привлекают все большее количество инвесторов, которые не видят существенных рисков в облигациях первого эшелона. В частности, появление некоторых выборочных покупок первоклассных бумаг с большой долей вероятности можно объяснить ожиданием будущего размещения средств Фонда национального благосостояния. По словам министра финансов, государство намерено инвестировать 175 млрд. рублей из фонда национального благосостояния только в высокорейтинговые облигации и акции с хорошей

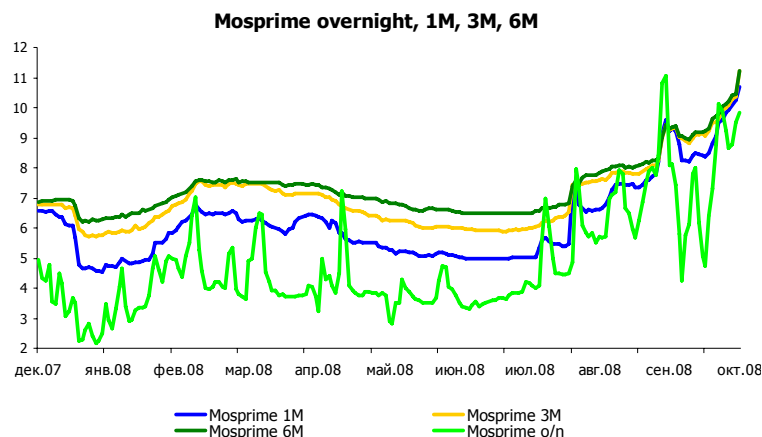




ликвидностью. По планам Правительства такими акциями являются индексные бумаги (индекс РТС рассчитывается на основе 50 бумаг, индекс ММВБ – 30 бумаг), облигациями – бумаги с рейтингом не ниже «ВВ-» (или «Ва3»). Объем корпоративных облигаций с таким или более высоким рейтингом ориентировочно составляет около 600 млрд. рублей.

Развитие ситуации на денежном рынке во многом повторяло динамику долгового рынка. В начале недели условия на денежном рынке несколько улучшились, комплекс правительственных мер по поддержке финансовой системы оказал благоприятное воздействие на рынок межбанковских кредитов. В понедельник-вторник ставки на межбанке составляли примерно 7-8%. Однако к концу недели конъюнктура межбанковского рынка ухудшилась, ставки overnight стали достигать 9-10%. Предстоящие на этой неделе налоговые платежи (пока до конца не понятна ситуация с применением законодательных актов относительно рассрочки платежей по НДС, однако надеемся, что механизм рассрочки все-таки будет анонсирован), возврат в бюджет 150 млрд. рублей, размещенных ранее на депозиты в коммерческие банки, высокий спрос на валюту и продолжающийся кризис доверия – все это будет препятствовать восстановлению ситуации на денежном рынке.

Однако основные события прошедшей недели были связаны с все новыми и новыми мерами Правительства и монетарных властей, связанными с преодолением финансового кризиса, восстановлением



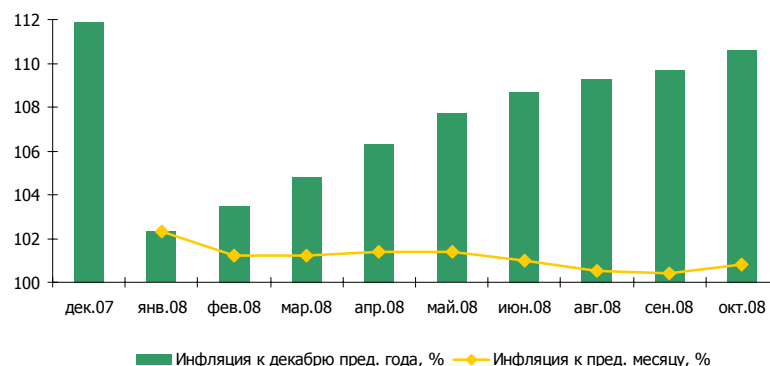


межбанковского доверия и поддержанием необходимой ликвидности. Во вторник законы о дополнительных мерах по поддержке финансовой системы были одобрены Советом Федерации и затем подписаны Президентом. Теперь основной задачей является разработка конкретных механизмов применения и минимизация временного лага, необходимого для эффективной разработки и внедрения в экономику. Необходимо отметить, что принятые решения представляются правильными и действительно необходимыми, и если их претворение в жизнь окажется столь же эффективным, то имеется шанс преодолеть мировой финансовый кризис с минимальными потерями для экономики страны.

В начале недели было объявлено о том, что объем заявок на предоставление средств для рефинансирования зарубежного долга российских компаний уже превысил \$50 млрд., которые предполагалось выделить Внешэкономбанку. Увеличение объема средств для целей рефинансирования пока не предполагается.

Во вторник Центральный Банк уже во второй раз за месяц снизил норматив обязательных резервов до минимального значения 0,5% по обязательствам банков. Основная причина снижения нормативов и ставок очевидна – неослабевающая потребность банков в рефинансировании. Ежедневный объем сделок прямого РЕПО с ЦБ не ниже 150 млрд. рублей уже никого не удивляет. Тем самым значительный эффект может вызвать еще одно решение ЦБ о предоставлении денег в РЕПО на срок 90 дней, что

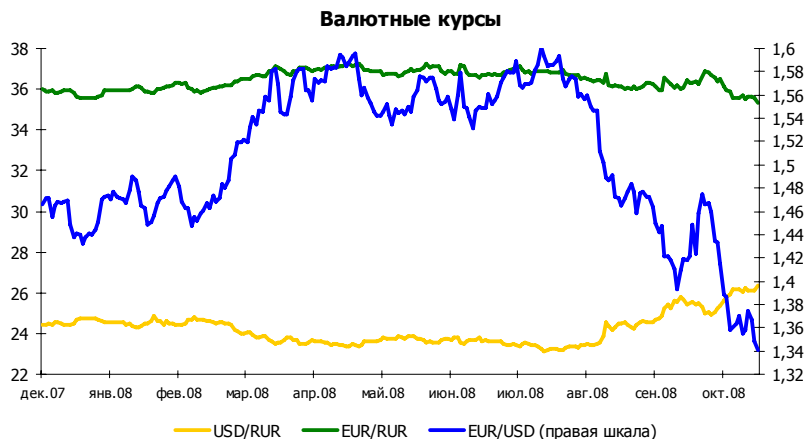
**Индекс потребительских цен**





имеет особенную важность в связи с возможным допуском к сделкам РЕПО с ЦБ инвестиционных компаний. Кроме того, Центральный Банк повысил ставку по операциям «валютный своп» на 2 процентных пункта до 10,0%, что должно ограничить давление на рубль и привести к уменьшению объемов интервенций на валютном рынке. Также был ограничен объем дневных операций по данному инструменту до 2 млрд. рублей в день. Таким образом, ЦБ препятствует проведению спекулятивных операций на возможной девальвации рубля. Принудительное закрытие значительного количества позиций по данному инструменту привело к появлению заметного спроса на рубли и росту ставок на межбанковском рынке. В то же время ставка по депозитным операциям была повышена на 0,5 процентных пунктов, что должно позволить банкам осуществлять более прибыльные безрисковые рублевые операции и повысить мотивацию для притока капитала.

Одним из наиболее важных решений ЦБ является проведение аукционов по предоставлению банкам беззалоговых кредитов. Уже на понедельник (20 октября) запланирован первый такой аукцион. На аукционе банкам будет предложено 700 млрд. рублей сроком на пять недель, минимальная ставка 8,5%. Максимально возможный срок предоставления кредитов в рамках данного инструмента составляет 6 месяцев. Всего к аукциону будет допущено порядка 120 банков, отвечающих требованиям Банка России, основным из которых является



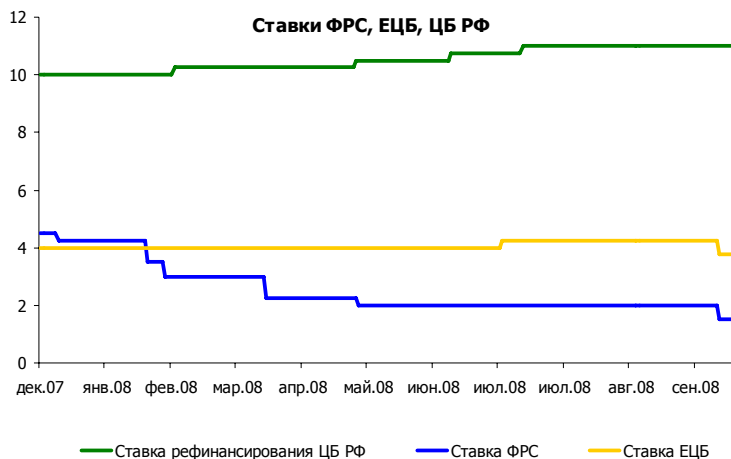


наличие рейтинга не ниже «В-» по шкале Fitch и S&P или не ниже «ВЗ» по шкале Moody's. Также по данным рейтинговым критериям теперь будет происходить отбор облигаций, включаемых в Ломбардный список Банка России. Кроме того, в ближайшее время начнется проведение ломбардных кредитных аукционов на срок 3 месяца.

Таким образом, все принятые меры направлены на предоставление расширенному кругу кредитных организаций дополнительной ликвидности и стабилизацию ситуации в банковской системе. Наиболее важным моментом является доступ широкого списка банков к более длинным средствам непосредственно от ЦБ, что раньше было невозможно. В случае благоприятного развития ситуации данная мера способна полностью восстановить межбанковский рынок.

Подчеркивая вышесказанное необходимо отметить, что с середины сентября Правительством, Минфином и Центральным Банком уже было принято больше 20 различных мер, направленных на стабилизацию банковской системы и препятствование распространению финансового кризиса. В большинстве своем данные меры были своевременными и оказывали необходимую поддержку рынку. В настоящий момент принципиально важным является вопрос времени, в течение которого принятые меры смогут обеспечить максимальную эффективность.

В то же время золотовалютные резервы России демонстрируют снижение несколько недель подряд из-за проведения антикризисных мер и





сохраняющегося оттока капитала из страны, который вынудил Центробанк РФ проводить валютные интервенции для поддержания курса рубля. С начала вооруженного конфликта в Южной Осетии в августе 2008 г. резервы снизились на 11% (около \$67 млрд.). Однако, необходимо отметить, что тенденция к сокращению международных резервов носит массовый характер. Глобальные резервы за месяц сократились на 0,9% примерно до \$7 трлн. и составляют около 13% мирового ВВП.

### Прошедшие размещения

На прошедшей неделе первичных размещений запланировано не было. Первоначально запланированное на 13 октября размещение облигаций ФинансБизнесГрупп объемом 3 млрд. рублей сначала было перенесено на следующую неделю, а затем на неопределенный срок.

### Размещения на неделе

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта	Ориентир
21.10	АК БАРС БАНК, 4	5 000 000 000	5/1,5	
23.10	МТС, 1	10 000 000 000	5/-	

На текущей неделе запланировано два крупных размещения Ак Барс Банка и МТС. Сложно предполагать, что эти размещения будут рыночными. Интересно понаблюдать, каким в текущих условиях будет установлен купон и кто станет основными приобретателями облигаций. Возможно, данные размещения запланированы под спрос государственных корпораций. Также о глобальных планах ближайших размещений объявило Мосэнерго.

### Прошедшие погашения и оферты

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта
14.10	ВТБ-24, 1	6 000 000 000	оферта – 100% (около 75%)



			от объема)
14.10	Инвестторгбанк, 2	350 000 000	погашение
16.10	ХКФ Банк, 4	3 000 000 000	оферта – 100% (около 95% от объема)
16.10	Паркет-Холл-Сервис, 1	300 000 000	оферта – 100%
16.10	Глобус-Лизинг-Финанс, 3	500 000 000	погашение
17.10	РИГрупп, 2	1 500 000 000	оферта – 100%

На прошедшей неделе объем оферт и погашений был незначительным, причем существенную долю занимали оферты двух крупных банков: ВТБ-24 и ХКФ Банк. У эмитентов не возникло проблем с исполнением обязательств, хотя к офертам были предъявлены значительные объемы. В частности, ХКФ Банк выкупил около 95% от объема выпуска.

Более того, Волгабурмаш, допустивший 8 октября технический дефолт по погашению дебютных облигаций, 14 октября исполнил свои обязательства в полном объеме. По словам эмитента технический дефолт был связан с трудностями по перечислению денежных средств на счет платежного агента. Средства для погашения облигационного займа были предоставлены Всероссийским банком развития регионов, который выступил платежным агентом.

Также 15 октября были перечислены средства по выплате купона по облигациям Торгового дома Русские масла. Дефолт по купону уже успел получить статус реального, купон должен был быть выплачен 02 октября. Более того, денежные средства на оплату купона пришлось перечислять дважды. В первом случае деньги были направлены в Альфа-Банк, выступающий в роли платежного агента, однако банк не выполнил свои функции, не выплатил средства держателям облигаций и перевел на собственный счет в качестве погашения по просроченным кредитам, предоставленным Альфа-Банком Торговому дому Русские масла. Необходимо отметить, что платежный агент не имел права списывать



средства, предназначенные для выплаты купона, так как они имеют строгое целевое использование. В итоге Русские масла были вынуждены переводить купонный платеж еще раз.

На прошедшей неделе произошел еще один технический дефолт, который, однако, достаточно быстро был ликвидирован. Арктел-Инвест не выплатил купонный доход по облигациям второй серии из-за технического сбоя операционной системы. Однако уже через два дня обязательства по выплате купона были исполнены в полном объеме.

Еще один дефолт в агропромышленном комплексе произошел в пятницу, компания Агрохолдинг не смогла найти средства для выплаты квартального купона по облигациям дебютной серии. Стоит отметить, что в июле компания уже допускала технический дефолт по оферте, однако позднее произвела все выплаты держателям.

В последнее время технические дефолты приобрели массовый характер и стали неотъемлемой частью рынка. В условиях финансового кризиса и продолжающегося кризиса доверия новые технические дефолты могут происходить с еще большей скоростью.

В 2008 году следующие эмитенты были вынуждены объявлять о техническом или реальном дефолте:

### Список технических и реальных дефолтов

Эмитент	Вып.	Дата	Вид просрочки	Невыпл. объем	Причина	Итог
Марта Финанс	1	22.05.2008	Погашение	752 000 000	Краткосрочное отсутствие средств для погашения	Погашен 23.05
Миннеско	1	16.06.2008	Купон и оферта	500 000 000	Отсутствие денежных средств в связи с резким сокращением спроса и введением таможенных пошлин	Не выплачен
Арбат и Ко	1	20.06.2008	Купон и погашение	1 500 000 000	Финансовые проблемы сети Арбат Престиж	Выплачен 27.06



**РУСС-ИНВЕСТ**  
инвестиционная  
компания

## Еженедельный обзор внутреннего рынка облигаций

ГОТЭК	2	23.06.2008	Оферта	1 040 000 000	Недостаток средств для столь большого объема, предъявленного к оферте	Исполнена двумя траншами (04.07 и 17.07)
Мострансавто-Финанс	1	24.06.2008	Оферта	500 000 000	Техническая причина	Исполнена 25.06
Держава-Финанс	1	29.07.2008	Купон и оферта	267 000 000	Затруднения с ликвидностью	Купон выплачен 04.08, оферта пока не исполнена
Агрохолдинг-Финанс	1	01.08.2008	Оферта	264 000 000	Техническая ошибка расчета даты оферты	Исполнена 04.08
Марта Финанс	3	06.08.2008	Купон и оферта	1 200 000 000	Затруднительное финансовое положение	Не выплачен
АЛПИ-Инвест	1	26.08.2008	Оферта	1 440 000 000	Временное отсутствие ликвидности	Выкуплено около трети бумаг, оставшиеся обещают выкупить в ближайшее время
СЗЛК-Финанс	1	02.09.2008	Купон и оферта	1 057 000 000	Неожиданный отказ в предоставлении кредита	Не выплачен
Дикси	1	19.09.2008	Купон	138 360 000	Техническая сложность в связи с приостановкой торгов	Выплачен 22.09
НПО Сатурн	2	22.09.2008	Купон	125 340 000	Технические затруднения в связи с нестабильностью банковской системы	Выплачен 26.09
Радионет	2	24.09.2008	Купон	82 270 000	Нехватка средств из-за ситуации на финансовом рынке и технический сбой у платежного агента	Выплачен двумя траншами (26.09 и 30.09)
Сувар-Казань	1	30.09.2008	Купон	68 436 000	Техническая ошибка при переводе денежных средств платежному агенту	Выплачен 01.10
Новосиб. оловянный комбинат	2	02.10.2008	Оферта	346 000 000	Задержка в завершении сделок по продаже части активов	Пока не выплачен
Русские масла	2	02.10.2008 09.10.2008	Купон и оферта	62 000 000 и 988 000 000	Временные затруднения с ликвидностью	Купон выплачен 20.10, обязательства по оферте пока не исполнены
Волгабурмаш	1	10.10.2008	Погашение	253 000 000	Затруднения с ликвидностью	Погашен 14.10
АПК Аркада	3	10.10.2008	Оферта	1 160 000 000	Затруднения с ликвидностью в связи с кризисной ситуацией на финансовом рынке	Пока не исполнена
Арктел-инвест	2	13.10.2008	Купон	69 000 000	Технический сбой операционной системы	Выплачен 15.10.2008
Агрохолдинг-Финанс	1	17.10.2008	Купон	31 790 000	Временные затруднения с ликвидностью	Пока не выплачен



**РУСС-ИНВЕСТ**  
инвестиционная  
компания

## Еженедельный обзор внутреннего рынка облигаций

### Погашения и оферты на неделе

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта
20.10	ПФПГ-Финанс, 1	1 100 000 000	оферта – 100%
20.10	Амазонит, 1	100 000 000	оферта – 100%
22.10	МОСМАРТ ФИНАНС, 1	2 000 000 000	оферта – 100%
23.10	Группа Джэй Эф Си, 1	2 000 000 000	оферта – 100%
23.10	Виват-Финанс, 1	1 000 000 000	оферта – 100%
23.10	Томск-Инвест, 1	500 000 000	оферта – 100%
23.10	Юниаструм Банк, 2	1 500 000 000	оферта – 100%
23.10	Иркутская область	900 000 000	погашение
24.10	Банк Русский стандарт, 8	5 000 000 000	оферта – 100%
24.10	ТКС Банк, 1	1 005 502 000	оферта – 100%

На текущей неделе процедуру оферты предстоит пройти 9 эмитентам. Кроме достаточно крупных выпусков (Банк Русский стандарт, Юниаструм Банк, Мосмарт, Группа Джэй Эф Си) есть и относительно мелкие выпуски, которые можно отнести к стыку второго и третьего эшелонов. Приходится констатировать, что в текущих условиях эмитентам будет предъявлено к оферте подавляющая доля выпусков. Будем надеяться, что наша таблица технических дефолтов не пополнится новыми именами.

## ИК РУСС-ИНВЕСТ

Открытое акционерное общество

119034 г. Москва, Всеволожский пер., д.2, стр.2

Тел. (495) 363-9380

Факс (495) 363-9390

[www.russ-invest.com](http://www.russ-invest.com)

### Корпоративное финансирование и финансовое консультирование:

Вице-Президент – зам. Генерального директора, член Правления

Владимир Аленичев ([corpfin@russ-invest.com](mailto:corpfin@russ-invest.com))

### Отдел корпоративных финансов

Старший эксперт:

Антон Дроздов

тел. 363-93-80, доб. 133

[corpfin@russ-invest.ru](mailto:corpfin@russ-invest.ru)

### Аналитический отдел

Начальник отдела:

Дмитрий Беденков ([research@russ-invest.com](mailto:research@russ-invest.com))