

Рублевые корпоративные облигации

11 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Ликвидность и инфляция: ЦБ ведет борьбу на два фронта » *стр. 2*
- Moody's снизило прогноз рейтинга Банка Русский Стандарт (Ba2) до «негативного»

Индикаторы

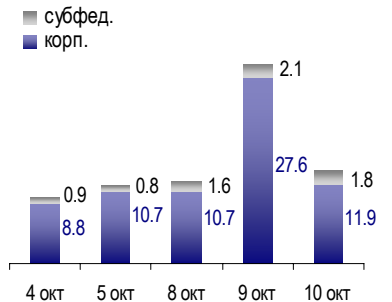
Долларов США за Евро	1.4146	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	24.9737	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 78.88	+ 1.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.51%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	115	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	603.0	+ 43.7
Остатки на д/с, млрд руб.	176.9	- 50.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 31.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуски Россельхозбанк-4 (10 млрд руб.) и ВТБ 24-1 (6 млрд руб.) размещены под 8.37% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

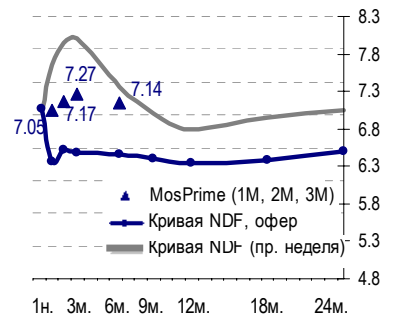


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

11 окт	Размещение КБ МИА-4 (2 млрд руб., 2-летняя оферта, с ипотечным покрытием) Аукцион ОБР-3 (5 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
15 окт	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (6 млрд руб., дюрация 4.1 года)
22 окт	Уплата НДС
25 окт	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-2	97.69	+ 119	2.5	8.84%
ОГК-6	97.80	+ 95	2.3	*8.71%
Газпром-8	100.05	+ 30	3.5	7.11%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-3	98.99	+ 198	3.5	10.47%
СибирьТел-7	102.50	+ 164	1.5	7.10%
МОЭСК-1	98.89	+ 89	3.4	8.56%

Лидеры падения

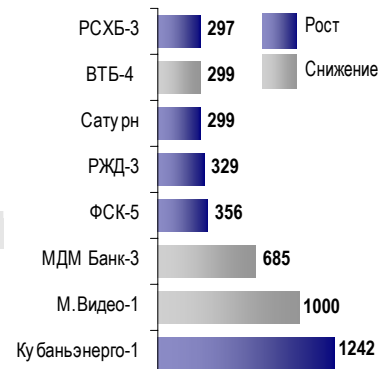
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	100.00	- 29	4.6	*7.85%
ГидроОГК-1	101.50	- 10	3.2	7.77%
Газпром-6	100.15	- 6	1.7	6.97%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-5	94.11	- 189	2.4	*10.39%
НК Альянс-1	98.74	- 51	1.8	*9.88%
Русфинанс-4	97.25	- 45	2.2	9.26%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Ликвидность и инфляция: ЦБ ведет борьбу на два фронта

Банк России объявил о новых мерах по нормализации ситуации с ликвидностью

Банк России расширяет арсенал инструментов для обеспечения достаточного уровня ликвидности в банковской системе. В ближайшие недели начнет действовать новый список корпоративных и муниципальных облигаций, принимаемых в обеспечение по операциям прямого РЕПО. Практически одновременно ЦБ принял решение снизить на 3 месяца норматив обязательного резервирования и объявил о первых прецедентах кредитования банков под залог требований к корпоративным заемщикам.

Все эти меры, безусловно, будут позитивно восприняты и востребованы рынком. Вместе с тем, Банку России приходится решать проблему ликвидности на фоне резкого усиления инфляционного давления, причем меры по обеспечению ликвидности банковской системы могут оказаться контрпродуктивными с точки зрения антиинфляционной политики.

Мы полагаем, что к концу 2007 года ситуация с ликвидностью улучшится (по крайней мере, для крупных банков) за счет исполнения отложенных бюджетных расходов. В то же время, мы ожидаем, что ЦБ вполне может вернуться к укреплению рубля как единственному эффективному инструменту борьбы с инфляцией, который не несет негативных последствий для ликвидности денежного рынка.

Ликвидность

Норматив ФОР временно снижен на 1 п.п.

С 11 октября Банк России снизил на 1 п.п. норматив обязательного резервирования. Снижение норматива носит временный характер: уже с 15 января 2008 г. он вернется на прежний уровень 4.0-4.5%. Ограничение срока действия для норматива отчислений ФОР применяется Банком России впервые. На наш взгляд, временный характер снижения норматива означает, во-первых, что ЦБ рассматривает ставку ФОР в качестве инструмента оперативного регулирования ликвидности в банковской системе, который можно гибко подстраивать под текущую ситуацию, и во-вторых, что регулятор пока не готов к более радикальному и долгосрочному снижению норматива из-за растущей инфляции.

Эффект от снижения ФОР может составить около 100 млрд руб., хотя и не будет мгновенным

По состоянию на 01.10.2007г. общий размер отчислений в ФОР всех российских банков составлял 310.9 млрд руб. Таким образом, снижение норматива высвободит примерно 70-75 млрд руб. Одновременно Банк России повысил коэффициент усреднения по базе расчета резерва с 0.3 до 0.4, что позволит банкам получить дополнительно около 40 млрд руб.

Совокупный эффект от изменения норм резервирования составит порядка 100 млрд руб. Важная особенность данной меры регулирования – денежные средства получают абсолютно все банки. Однако, с нашей точки зрения, высвобождаемый объем не может в полной мере решить проблемы низкой ликвидности в системе, хотя в текущей ситуации банки приветствуют даже незначительный приток денежных средств. Мы полагаем, что проблема ликвидности, помимо внешних факторов, имеет причины структурного характера, связанные с неравномерностью распределения ресурсов в банковской системе.

Со стороны банков появился спрос на рефинансирование под залог требований к корпоративным заемщикам...

Банки постепенно начинают использовать инструменты ЦБ, которые до сих пор не были востребованы по экономическим причинам. Вчера первый зампред ЦБ г-н Улюкаев заявил, что Банк России выдал 6-месячный кредит ВТБ на 6.9 млрд руб. под залог кредитных требований к Роснефти на \$0.5 млрд. Процентная ставка составила 7.5% годовых. По словам г-на Улюкаева, за аналогичным кредитом к ЦБ обратился один из негосударственных банков.

...но в отличие от снижения норматива ФОР этот инструмент доступен ограниченному кругу банков

Мы не сомневаемся, что рефинансирование под залог корпоративных кредитов также увеличит объем средств, доступных банковской системе. Однако далеко не все российские банки имеют требования к заемщикам, удовлетворяющим критериям Банка России для рефинансирования. Соответственно, эффект от использования этого инструмента ощутят, главным образом, крупнейшие банки. Менее крупным участникам рынка пока остается надеяться на приток по-настоящему крупных денежных средств из бюджетных источников, который ожидается ближе к концу текущего года.

Бюджетный фактор

Позитивные ожидания связаны в основном с притоком бюджетных средств в конце года

В настоящее время становится очевидным тот факт, что график исполнения бюджетных расходов в 2007 году повторяет традицию прошлых лет, когда существенный разрыв между плановым и фактическим исполнением в течение первых десяти месяцев компенсируется бурным потоком бюджетных средств в ноябре-декабре.

По нашим расчетам, в 2005 году на ноябрь-декабрь пришлось 22% от кассового исполнения бюджетных расходов; в 2006-м - около 25%, причем поступление средств в банковскую систему сопровождалось ростом фондового рынка. В текущем году доля двух последних календарных месяцев, судя по всему, может вплотную приблизиться к 30% от годовой росписи, причем более половины расходов могут быть отложены на декабрь. В абсолютном выражении объем расходов, «перенесенных» на ноябрь-декабрь с предыдущих месяцев составит как минимум 700 млрд руб., что в 1.5 раза превышает прошлогодний уровень «бюджетного навеса».

Бюджетные расходы помогут денежному рынку...

Таким образом, в отличие от предыдущих лет, в 2007-м денежный рынок проходит через три стадии:

- в 1-й половине года - беспрецедентный приток капитала,
- затем, во 2-м и 3-м кварталах - отток капитала на фоне негативной конъюнктуры глобальных рынков и неожиданно резкий рост цен на продовольственные товары (также в значительной степени обусловленный ситуацией на глобальном рынке),
- и наконец, в последнем квартале на первый план выходят бюджетные расходы, подразумевающие одновременно серьезное инфляционное давление и поддержку финансовым рынкам с точки зрения ликвидности.

...однако увеличивают инфляционное давление

В результате, к концу года российские власти приходят к той же дилемме, которую сейчас решают центральные банки на развитых рынках. Регуляторы вынуждены обеспечить стабильность финансовой системы посредством управления процентными ставками и прямых денежных интервенций, при этом меры по обеспечению ликвидности финансовых рынков могут повлечь обратный эффект с точки зрения контроля над инфляцией.

Укрепление рубля

Мы полагаем, что в сложившейся ситуации расширение списка инструментов рефинансирования и снижение норматива ФОР будут иметь положительный, но достаточно ограниченный эффект с точки зрения ликвидности банковской системы. Они также не повлекут серьезных последствий для инфляции, т.к. объем средств, которые становятся доступными банковской системе, не значителен по сравнению с «бюджетным навесом».

По мере роста бюджетных расходов, ЦБ вернется к борьбе с инфляцией

На наш взгляд, курсовая политика по-прежнему остается ключевым инструментом ЦБ, т.к. только укрепление рубля позволяет эффективно воздействовать на инфляцию без существенных негативных последствий для ликвидности финансовых рынков. Мы полагаем, что укрепление евро против доллара может дать Банку России дополнительную степень свободы для продолжения ревальвации рубля.

Наиболее эффективным инструментом по-прежнему остается укрепление рубля...

Руководители ЦБ неоднократно заявляли, что до конца 2007 года укрепление рубля против бивалютной корзины маловероятно (вчера г-н Улюкаев вновь подтвердил эту позицию). По нашему мнению, необходимость в укреплении рубля в ближайшие 2 месяца действительно может быть невысокой в случае, если пик бюджетных расходов придется на декабрь, и соответственно, инфляционный эффект проявится в полной мере уже в следующем году.

Его применение вполне возможно, если инфляция превысит прошлогодний уровень

Однако мы считаем, что мнение регулятора может измениться, если уже в ноябре станет очевидным, что годовая инфляция выходит за пределы 9%. В этом случае инфляция превысит показатель предыдущего года впервые за несколько лет, что, на наш взгляд, может заставить ЦБ и Правительство перейти к более решительным мерам. И тогда вполне возможен новый шаг укрепления рубля как наиболее действенный инструмент борьбы с инфляцией.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.