



«Худшее позади, или...?»

ИТОГИ АВГУСТА

Разразившийся в США кризис в августе распространился из ограниченной области ипотечного кредитования на всю мировую финансовую систему.

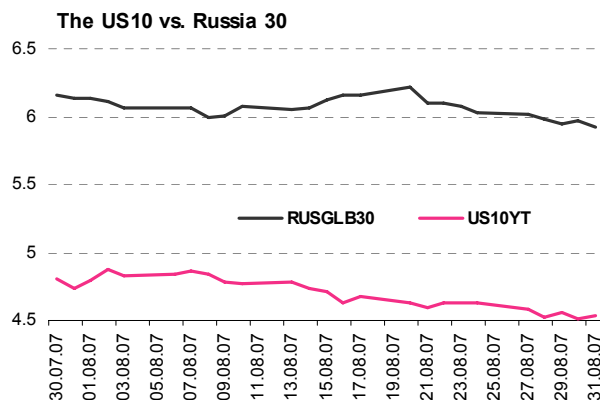
Продолжавшие поступать негативные новости об увеличении объема неплатежей по ссудам и о банкротствах ипотечных компаний привели к резкому и глобальному сокращению спроса на ипотечные облигации, в результате чего рынок этих бумаг практически перестал функционировать. Держатели таких облигаций — финансовые компании, банки, инвестиционные и хеджевые фонды — начали рапортовать о значительных убытках, однако оценить их размеры они не могли, так как реализовать бумаги не представлялось возможным.

С учетом того, что вложения в ипотечные облигации ранее считались достаточно перспективными (исходя из соотношения доходность/рейтинг), они находились в портфелях большого количества участников торгов. А поскольку никто не мог оценить масштаб потерь, понесенных контрагентами от операций с ипотечными облигациями, возникали сомнения, что одолженные средства будут возвращены: возник кризис доверия между банками. Значительно сократился объем операций на мировом межбанковском рынке, выросли ставки, а финансовые институты для восполнения дефицита ликвидности принялись продавать более или менее ликвидные активы.

Чтобы урегулировать ситуацию, Центральные банки по всему миру пошли на беспрецедентные по масштабу интервенции для поддержания денежного рынка: банкам были предоставлены сотни миллиардов долларов. Кроме того, ФРС даже снизила дисконтную ставку по кредитам для банков на 50 б.п. до 5.75% годовых. В целом эти меры позволили несколько снять напряженность в банковской системе и исключить массовую распродажу бумаг.

Появлению осторожного оптимизма способствовали и повысившиеся ожидания, что вслед за дисконтной ставкой ФРС снизит и учетную, которая считается более важным индикатором.

Можно констатировать, что в августе устойчивым спросом на внешнем рынке пользовались только UST (и как защитный инструмент на время коррекции, и как спекулятивный — в ожидании снижения учетной ставки). Колебания российских суверенных еврооблигаций были не столь значительны: доходность RUS-30 изменялась на протяжении месяца в диапазоне 5.95–6,2% годовых, в то время как движения UST-10 составляли 4.50–4.87% годовых. Спрос на российские корпоративные займы за рубежом значительно упал, что привело к ощутимому росту их доходности.



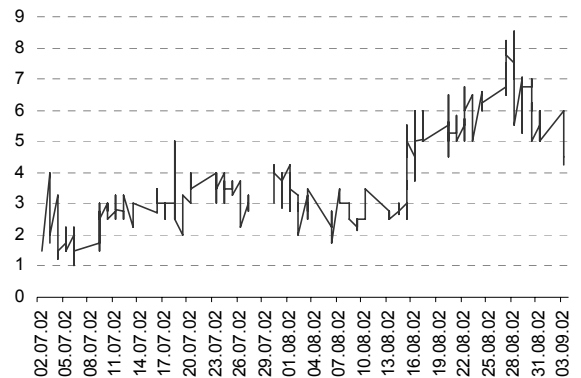
Мировой кризис докатился в итоге и до внутреннего рынка облигаций. Кроме общего негатива, основным фактором снижения котировок рублевых бондов стали массированные продажи бумаг нерезидентами, пик которых пришелся на время дефицита ликвидности на западных площадках. Как уже отмечалось выше, для решения проблемы недостатка ресурсов и создания денежной подушки инвесторы избавлялись от активов, в том числе и на российском рынке. При этом поток выводимых из страны средств был настолько велик, что сказался даже на курсе рубля по отношению к корзине валют, который после последнего укрепления Центральным банком до 29.65 снизился до 29.93.





Столь массовое изъятие средств из страны не могло не сказаться на внутренней ликвидности — проблемы со свободными ресурсами начались и в России. Центральный банк последовал примеру своих зарубежных коллег и также старался придать системе устойчивость посредством операций РЕПО. Однако этих денег было явно недостаточно: ставки по «коротким» МБК поднимались до 8–8.5% годовых, а по междилерскому РЕПО — до 10–15% годовых.

Кредиты Overnight



В этих условиях продавать бумаги для поддержания собственной ликвидности пришлось не только иностранцам, но и российским инвесторам. В итоге за «голубыми фишками» устремились вниз и котировки займов второго-третьего эшелонов.

Как следствие, доходность в сегменте «голубых фишек» выросла в августе в среднем на 50 б.п., во второму–третьему эшелонам — на 50–150 б.п.

Больше всего «досталось» займам «Русснефти» и «Евросети» на фоне крайне негативного новостного фона по компаниям, а также облигациям, основными держателями которых выступали нерезиденты (например, АИЖК и «Русского Стандарта»)

	30.июл 2007		03.сен 2007		Доходность за период, % год	Дюрация
	Доходность	Цена	Доходность	Цена		
РуссНефть1	12,27%	96,69	22,67%	86,85	-95,44%	1,31
РусСтанд-6	8,12%	100,26	11,11%	96,51	-29,81%	1,43
МИАН-Дев-1	13,62%	99,16	18,84%	95,02	-29,59%	1,01
АЛПИ-Инв-1	7,95%	103,19	11,99%	99,4	-26,44%	0,99
УРСАБанк 5	8,53%	105,90	9,61%	102,19	-26,38%	3,48
АИЖК 7об	7,10%	104,34	7,72%	100,96	-26,35%	4,52
Евросеть-2	9,98%	100,14	26,07%	96,62	-26,03%	0,35
Югтранзит2	10,93%	101,00	14,26%	97,45	-24,79%	1,25
АИЖК 9об	7,14%	103,02	7,72%	99,91	-23,85%	5,62
ГСС 01	7,52%	100,90	9,23%	97,82	-23,44%	1,98
АИЖК 8об	7,02%	103,77	7,67%	100,79	-22,40%	4,79
РосселхБ 2	7,07%	103,00	8,08%	100,01	-22,33%	3,10
РазгуляйФ3	9,82%	102,05	12,15%	98,87	-20,93%	1,49
СЗТелек4об	7,28%	103,17	8,19%	100,45	-19,45%	3,13
Тюменэнрг2	7,73%	100,25	8,94%	97,61	-19,31%	2,41
РусСтанд-5	8,42%	100,25	11,43%	97,52	-19,31%	1,06
АИЖК 4об	6,86%	107,77	7,57%	104,99	-18,45%	3,74
ХКФ Банк-4	8,88%	101,54	11,55%	98,82	-18,08%	1,16
АИЖК 5об	6,90%	102,49	7,55%	100,01	-18,01%	4,02
ВБД ПП 2об	7,60%	104,52	8,46%	101,99	-16,48%	2,97
УРСАБанк 3	7,87%	103,16	9,39%	100,64	-15,95%	1,72
ГАЗПРОМ А8	6,42%	102,48	7,05%	100,23	-15,81%	3,70



Естественно, при отсутствии спроса перестали предлагать свои облигации и эмитенты — за месяц объем первичных размещений составил всего 12.16 млрд рублей. Если не учитывать январь текущего года, то меньше аукционов состоялось только в августе 2005 года.

Бумага	Объем эмиссии	Дата начала размещения
ИнтехБанк, 1	500 000 000	02.08.2007
Сибкадеминвест, 1	1 000 000 000	03.08.2007
ДВТГ-Финанс, 1	1 000 000 000	07.08.2007
М.О.Р.Е.-Глаза, 1	1 000 000 000	07.08.2007
Мираторг Финанс, 1	2 500 000 000	09.08.2007
Евростиль, 1	60 000 000	10.08.2007
Реил Континент–Терминал 1 , 1	500 000 000	13.08.2007
РК-Газсетьсервис, 2	1 000 000 000	13.08.2007
ПФ ТрансТехСервис, 1	1 000 000 000	14.08.2007
БАНАНА-МАМА, 2	1 500 000 000	16.08.2007
ТрансФин-М, 2	1 500 000 000	17.08.2007
Калмыкия, 31001	300 000 000	28.08.2007
Клинский район, 25003	300 000 000	29.08.2007
ИТОГО	12 160 000 000	



ПРОГНОЗ НА СЕНТЯБРЬ

Можно констатировать, что в настоящее время ФРС предпринимает меры направленные в основном только на ликвидацию *кризиса ликвидности* – будь то уже состоявшееся понижение дисконтной ставки с 6,25% до 5,75% годовых или обещания использовать все имеющиеся в их распоряжении рычаги, дабы не допустить негативного влияния на экономику США.

Собственно для стабилизации ситуации в источнике проблем - рынке ипотечных кредитов до последнего момента практически ничего не предлагалось. Лишь в самом конце месяца президент США Дж Буш представил пакет мер, которые должны помочь заемщикам рефинансировать набранные кредиты, но и они касаются в большей степени сегмента prime.

Таким образом, вливания средств в банковскую систему с одной стороны и возможное понижение учетной ставки с другой, скорее всего, помогут успокоить ситуацию на денежном рынке. Однако с другой стороны, объем неплатежей по ипотечным кредитам subprime вряд ли уменьшится, а значит: останутся высокими потери держателей ипотечных облигаций; ипотечные компании продолжат испытывать трудности с рефинансированием выданных займов, что может негативно отразиться на ипотеке, рынке жилья и в итоге на экономике США, что в результате будет производить дестабилизирующий эффект на долговой рынок.

Таким образом, считаем, что в начале сентября впервые за последний месяц ситуация на внешнем рынке может несколько улучшиться – на ободряющей риторике главы ФРС и президента США, а также в ожидании снижения учетной ставки. Скорее всего, осторожный оптимизм может продлиться до заседания ФРС 18 сентября – даже в случае появления нового негатива, он будет рассматриваться как еще один довод в пользу понижения учетной ставки. Гораздо более волатильным рынок может стать после заседания – активно реагируя на поступающие новости.

При этом необходимо отметить, что некоторое улучшение ситуации может и не коснуться российских еврооблигаций – вряд ли фонды будут готовы в течение недели после пика кризиса вновь вкладывать средства в рискованные активы. Поэтому, скорее всего спрос на корпоративные еврооблигации сильно не увеличится, а доходность суверенной RUS-30 останется на почтительном расстоянии по отношению к UST10.

Для внутреннего российского долгового рынка основной проблемой стал состоявшийся массированный выход нерезидентов из торгующихся облигаций. Вероятность их возвращения в ближайшее время очень мала, а это значит, что спрос на бумаги может ощутимо сократиться – как собственно за счет отсутствия интереса со стороны зарубежных инвесторов, так и в результате перетока облигаций в портфели российских инвесторов, что ограничило объем свободных лимитов.

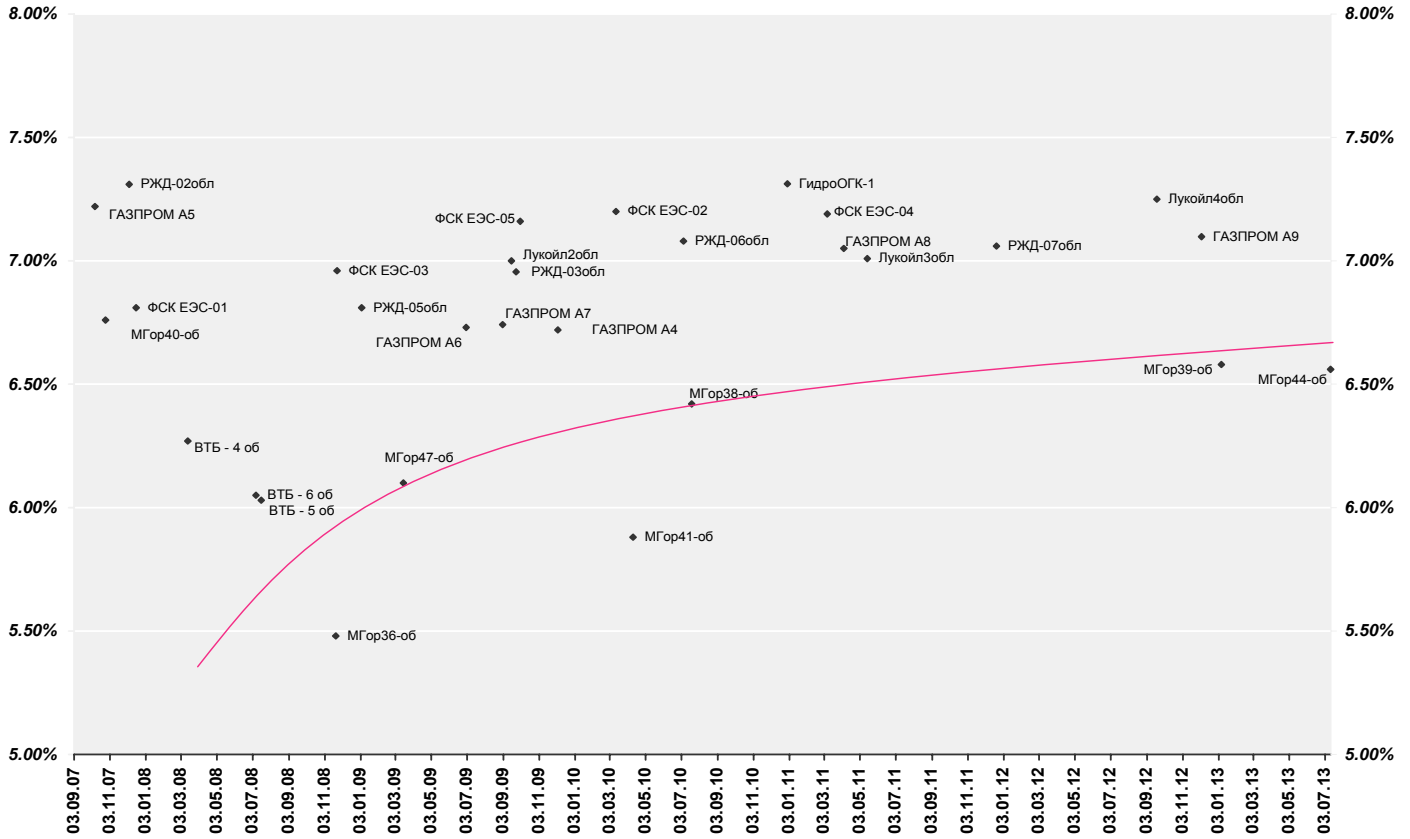
Будем надеяться, что вывод иностранцами средств из России, который привел как к ослаблению рубля, так и значительному дефициту и подорожанию денежных средств в банковской системе, уже на исходе. А значит, рассчитываем, что в ближайшей перспективе не повторятся «проливы» бумаг только в целях поддержания инвесторами собственной ликвидности.

Хотя ситуация вроде бы улучшается, считаем, что покупать подешевевшие облигации все еще достаточно рискованно – зависимость от конъюнктуры внешнего рынка остается сильной, а ставки на межбанковском рынке, хоть и снизились, еще достаточно высоки. Поэтому консервативным инвесторам рекомендуем сохранять достаточно короткую дюрацию портфеля, не совершая пока активных операций. Отчаянным спекулянтам же предлагаем ограничить инвестиции «голубыми фишками» так как в случае разворота рынка, эти бумаги будут в лидерах роста.

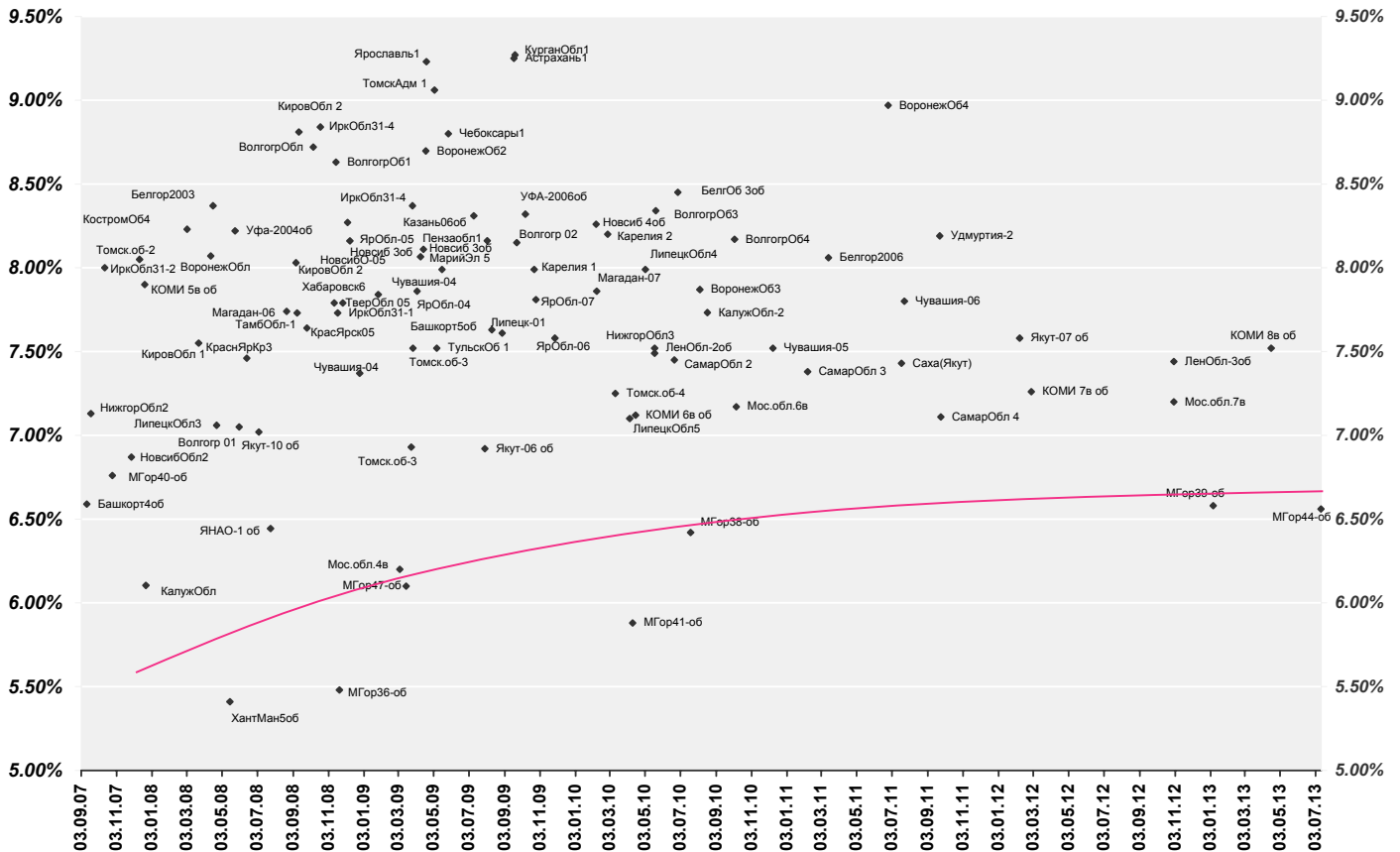


КАРТА ДОЛГОВОГО РЫНКА

ГОЛУБЫЕ ФИШКИ



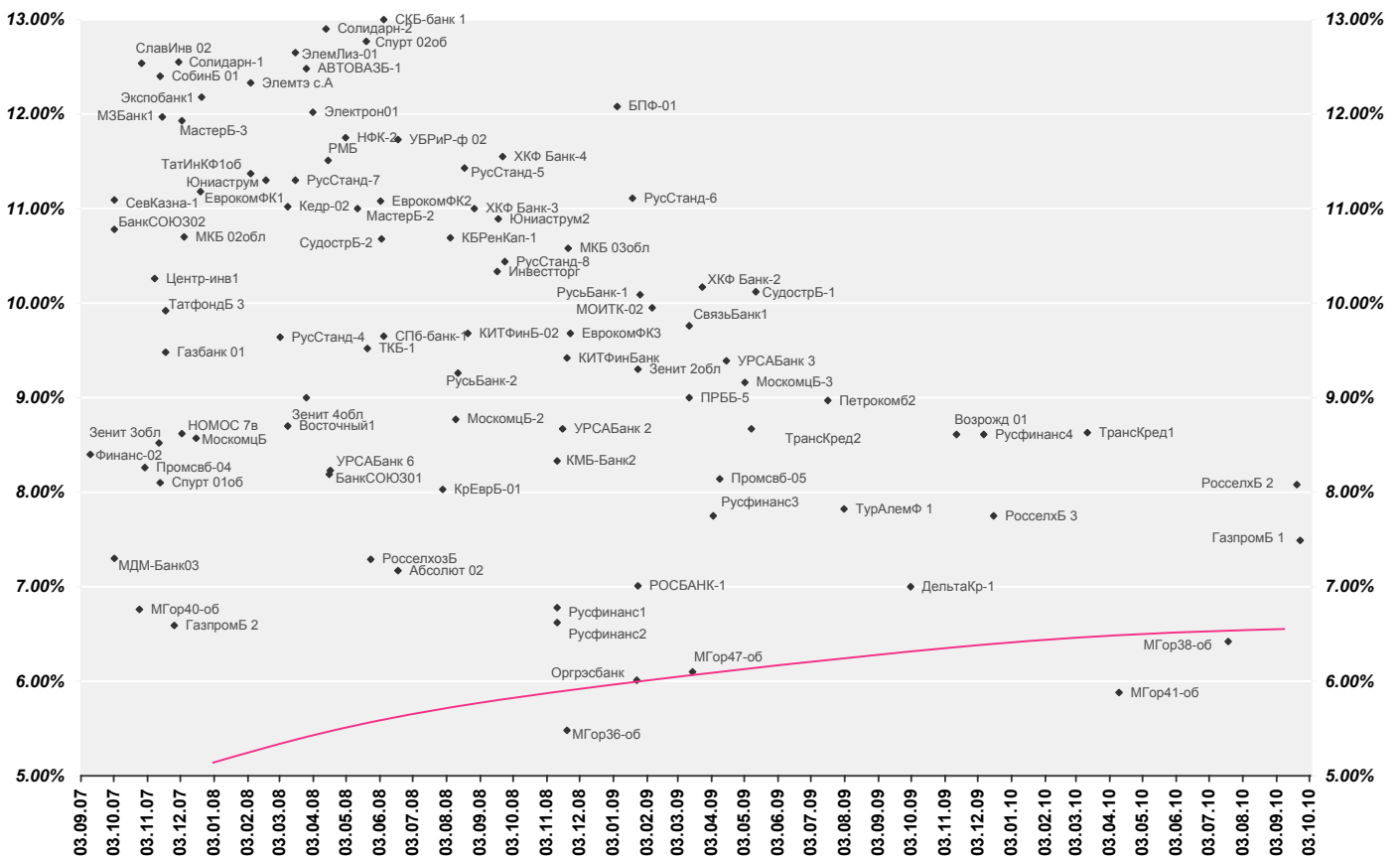
СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ



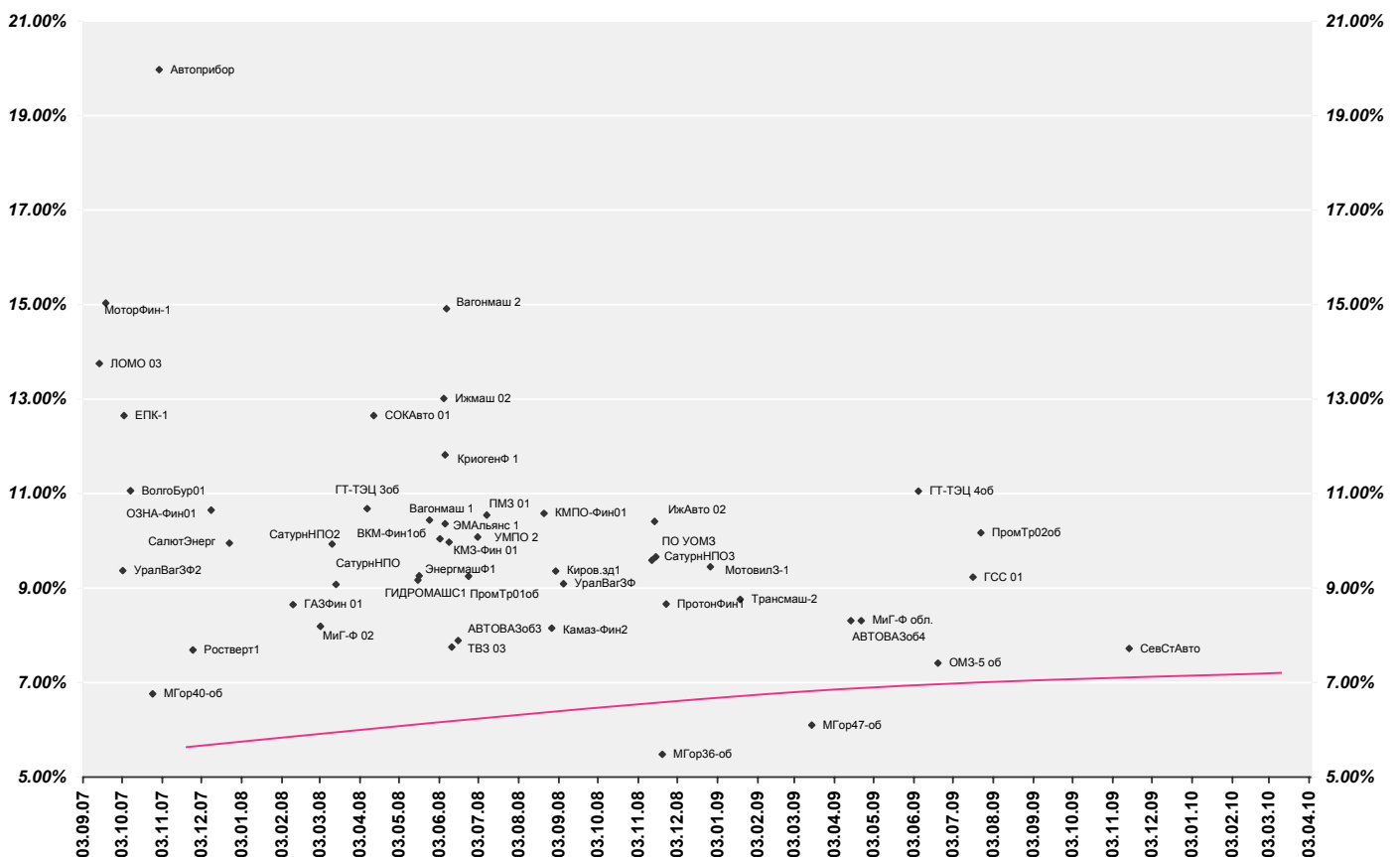


КАРТА ДОЛГОВОГО РЫНКА

БАНКИ И ФИНАНСОВЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ



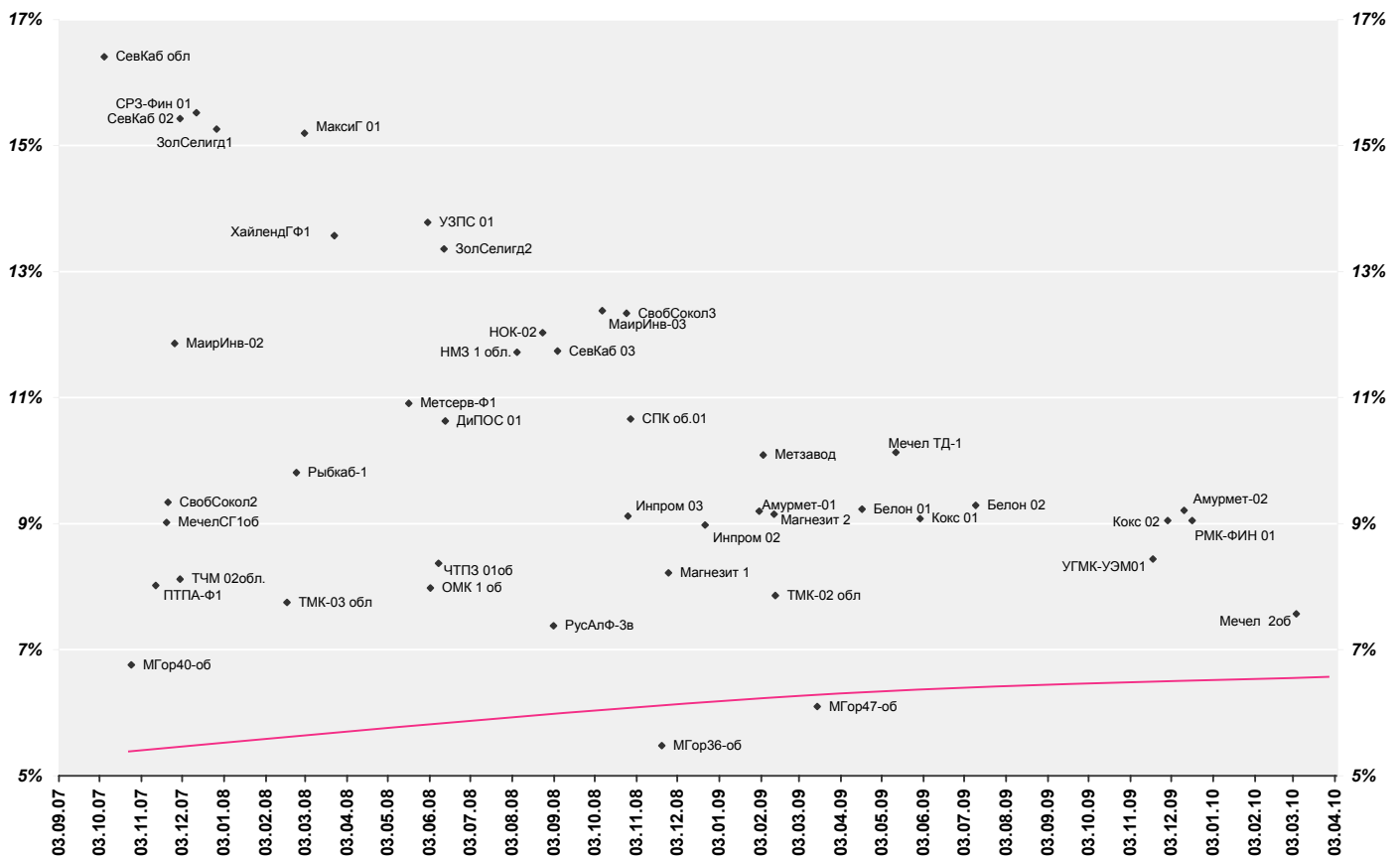
МАШИНОСТРОЕНИЕ



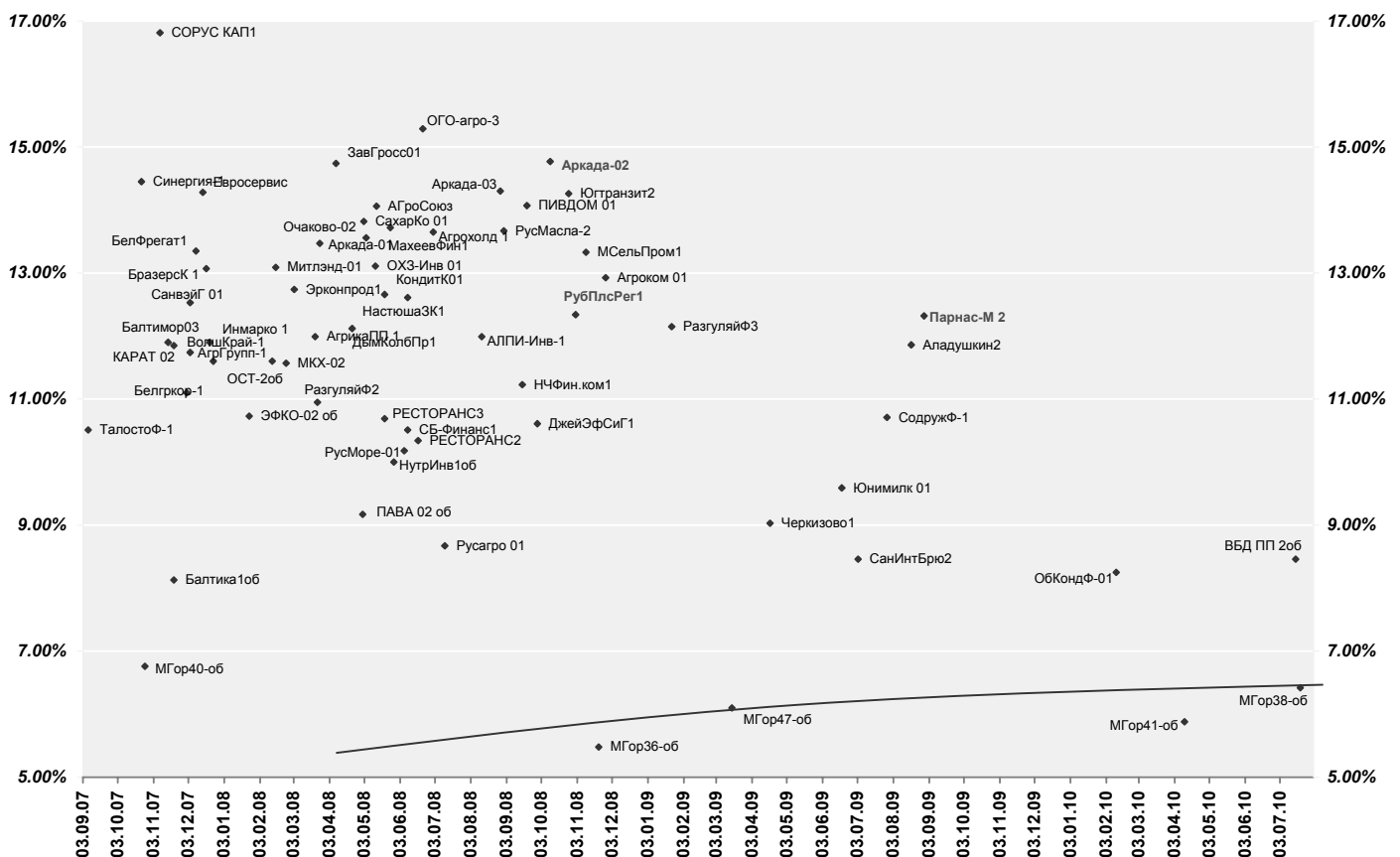


КАРТА ДОЛГОВОГО РЫНКА

МЕТАЛЛУРГИЯ



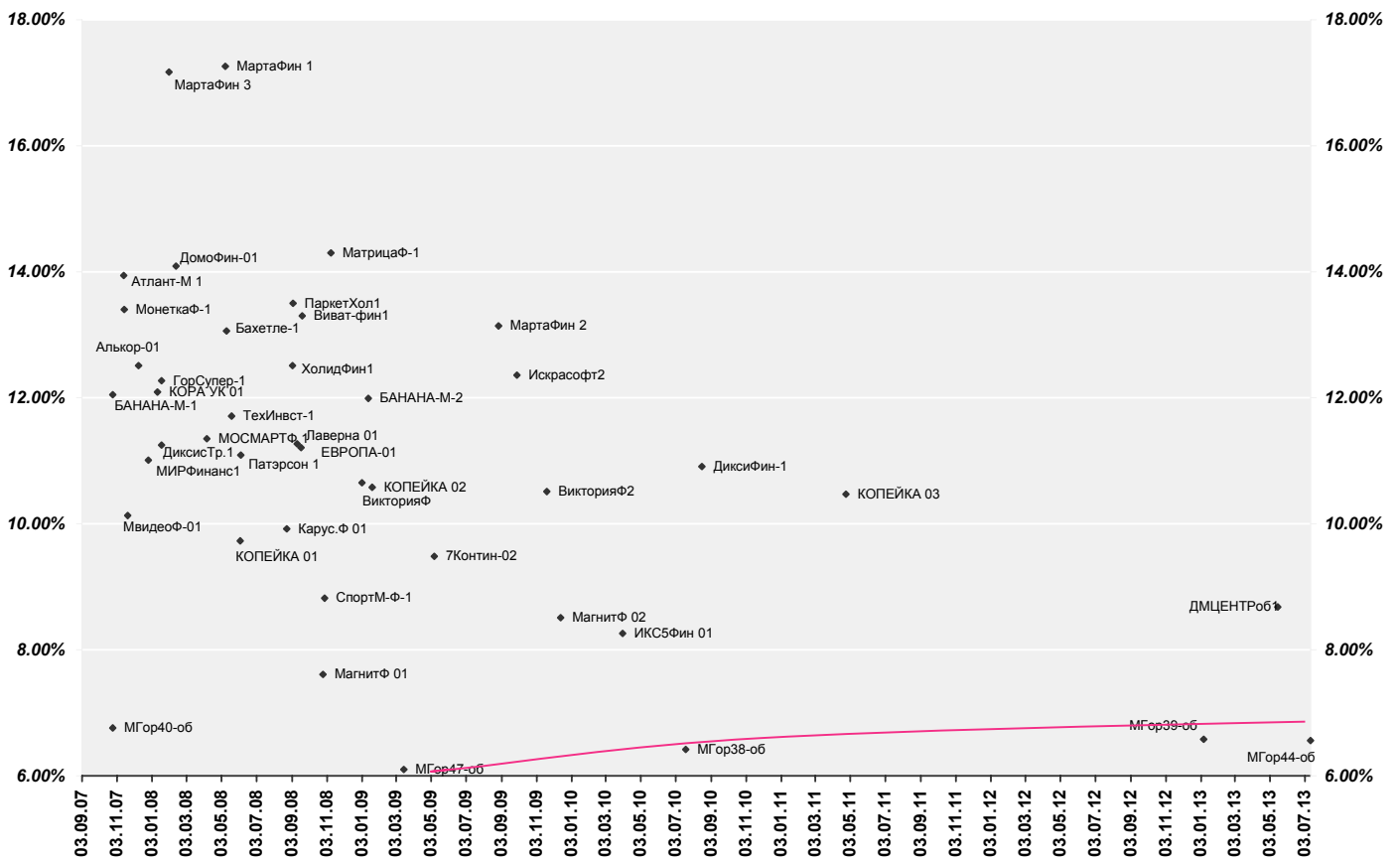
ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ



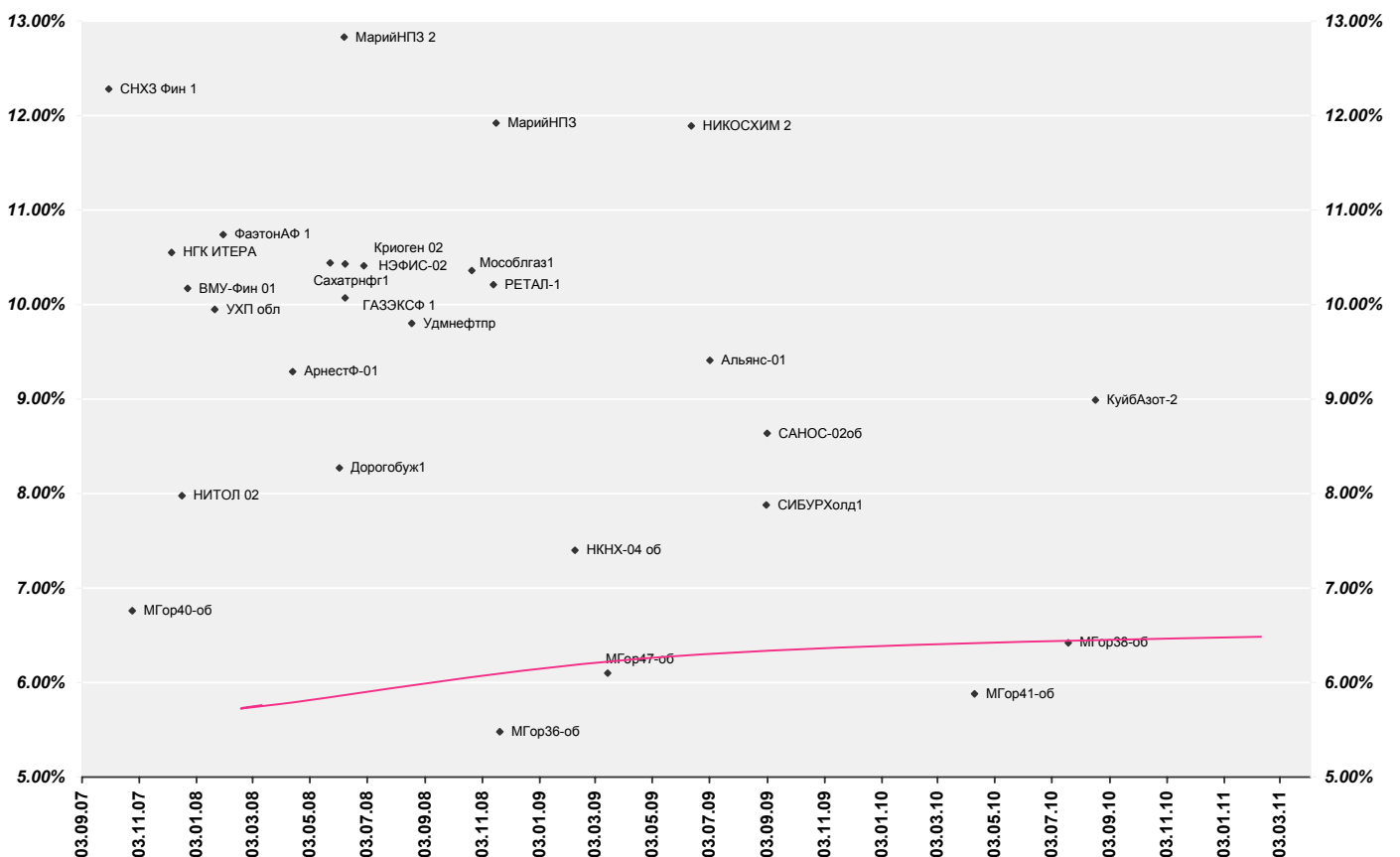


КАРТА ДОЛГОВОГО РЫНКА

РИТЕЙЛ



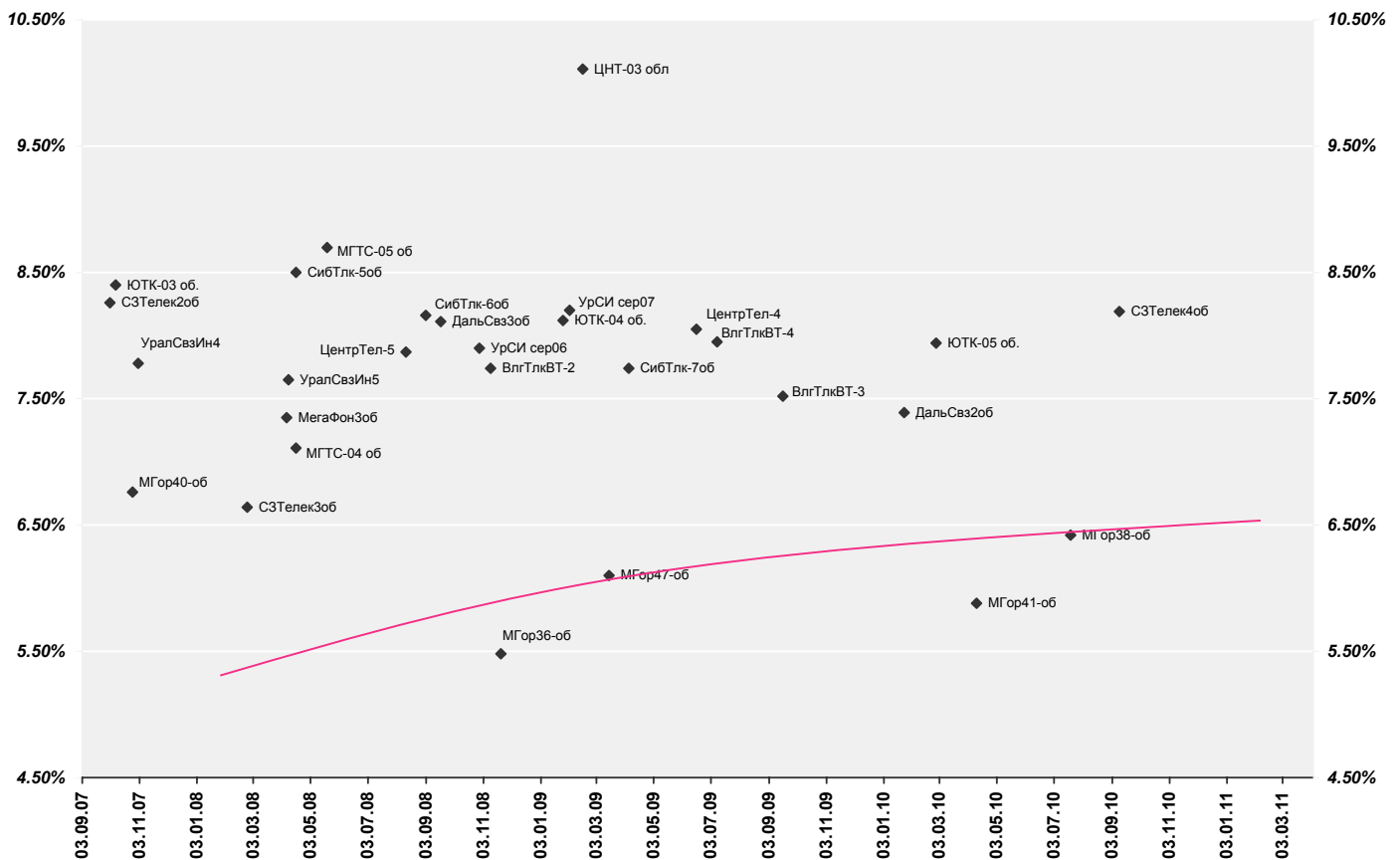
НЕФТЕХИМИЯ



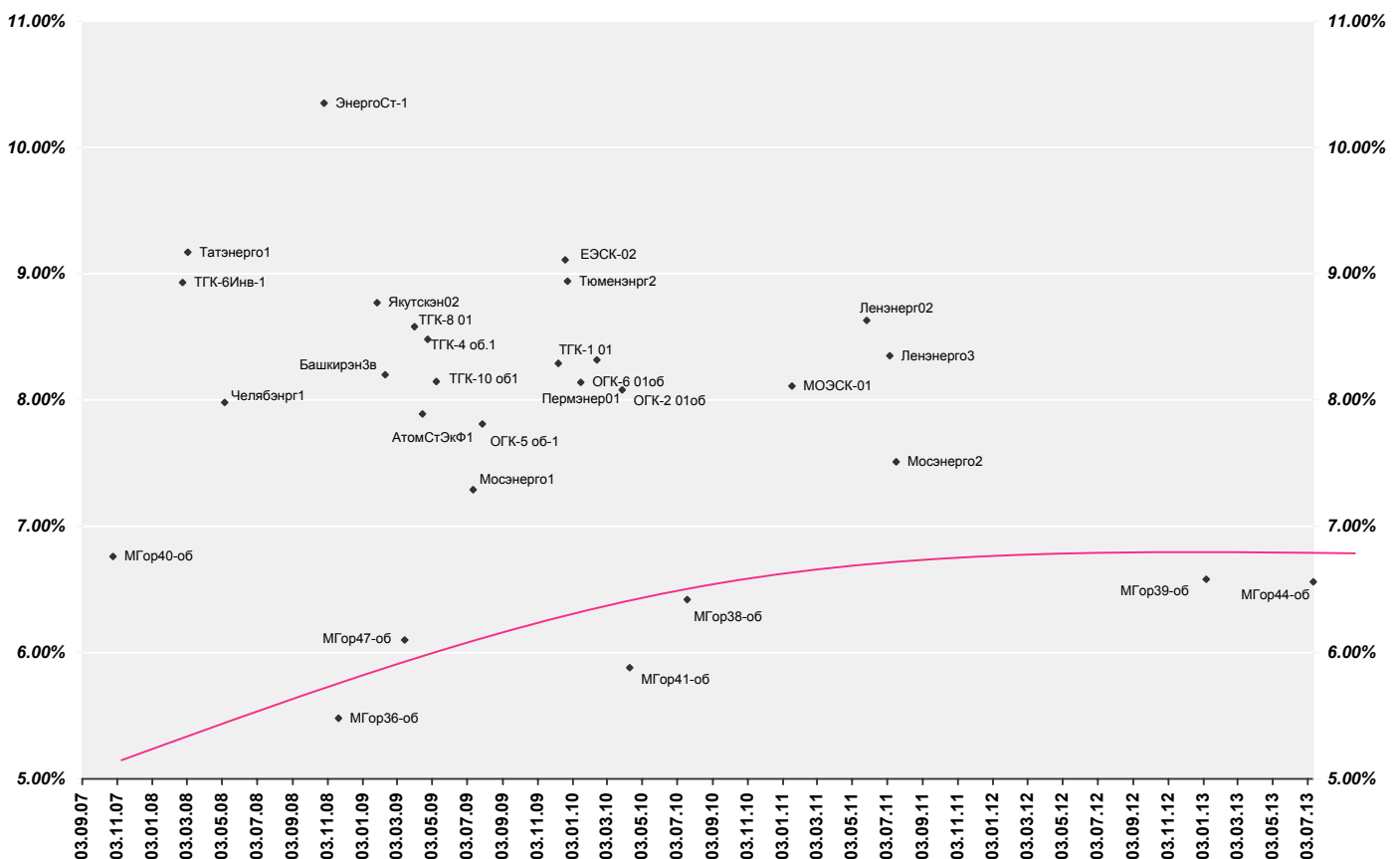


КАРТА ДОЛГОВОГО РЫНКА

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ



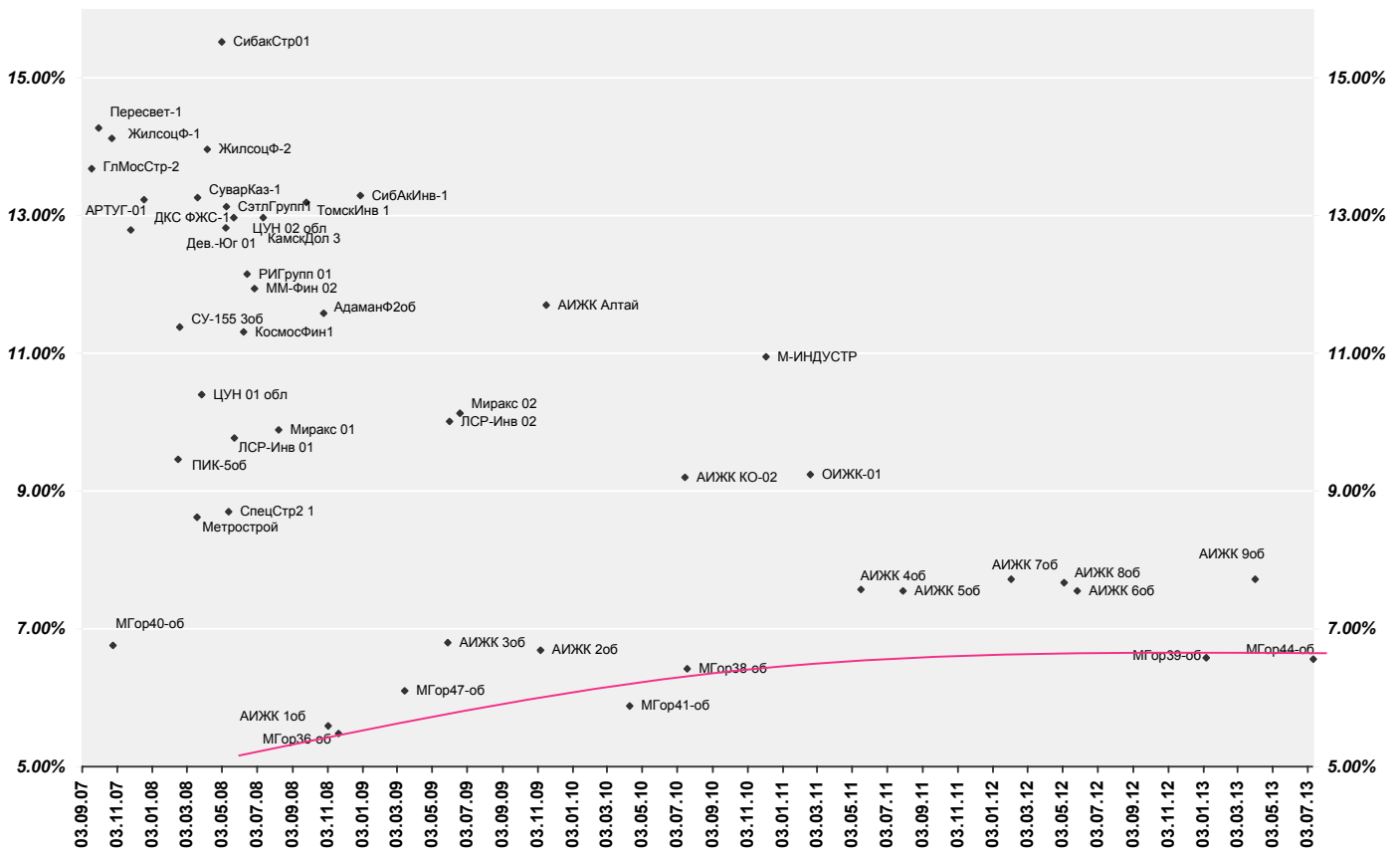
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА



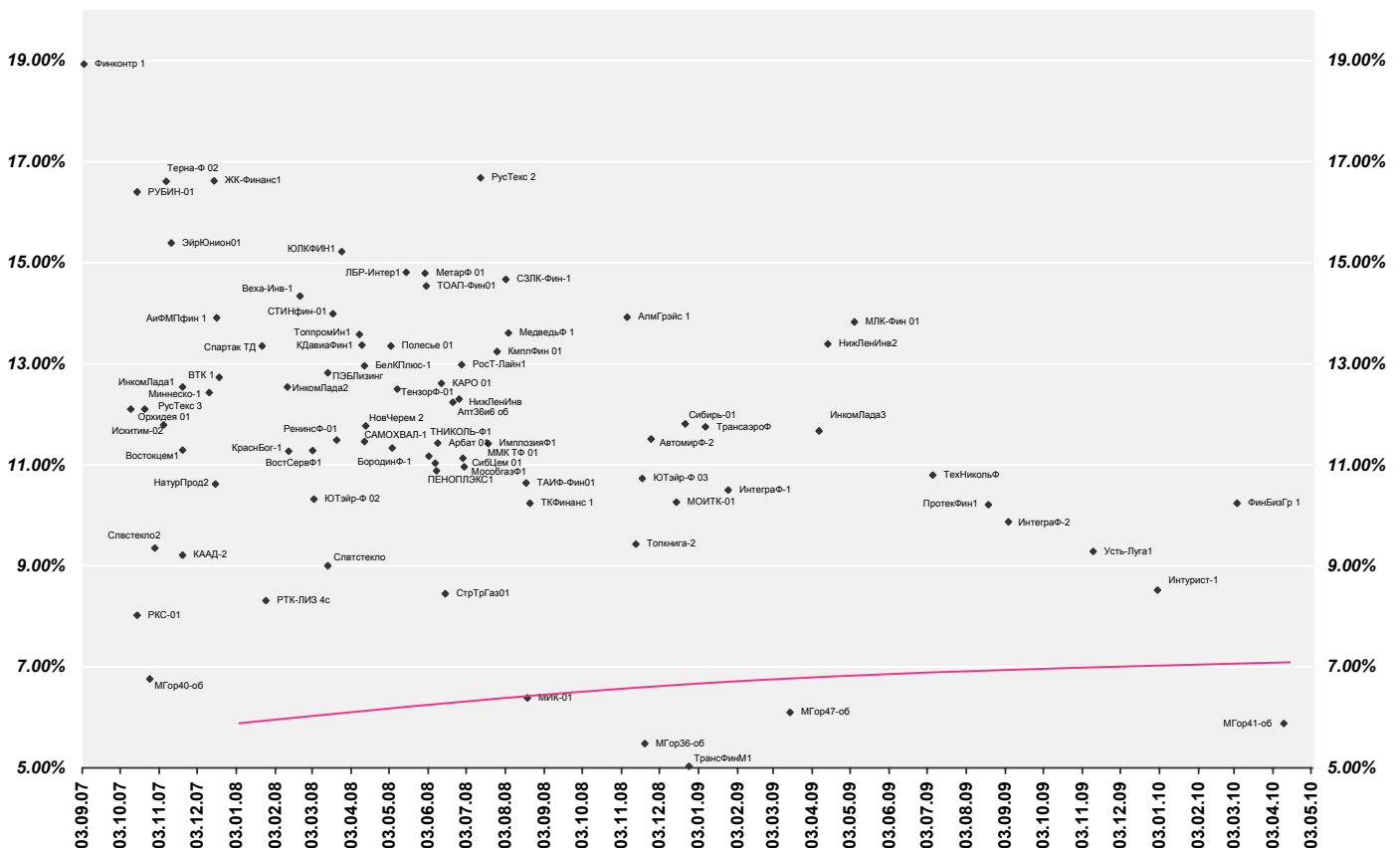


КАРТА ДОЛГОВОГО РЫНКА

ИПОТЕКА И СТРОИТЕЛЬНЫЕ КОМПАНИИ



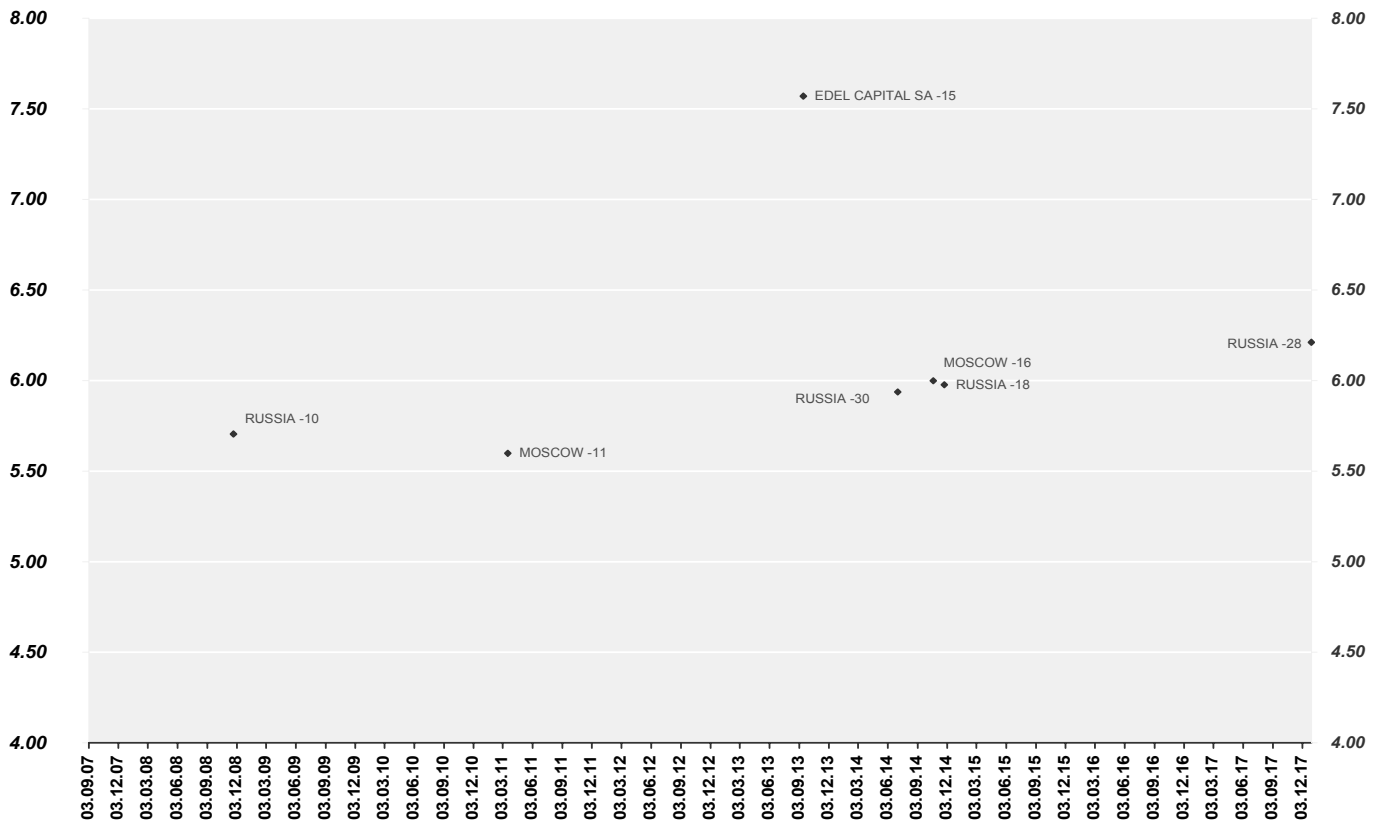
ПРОЧИЕ СЕКТОРА



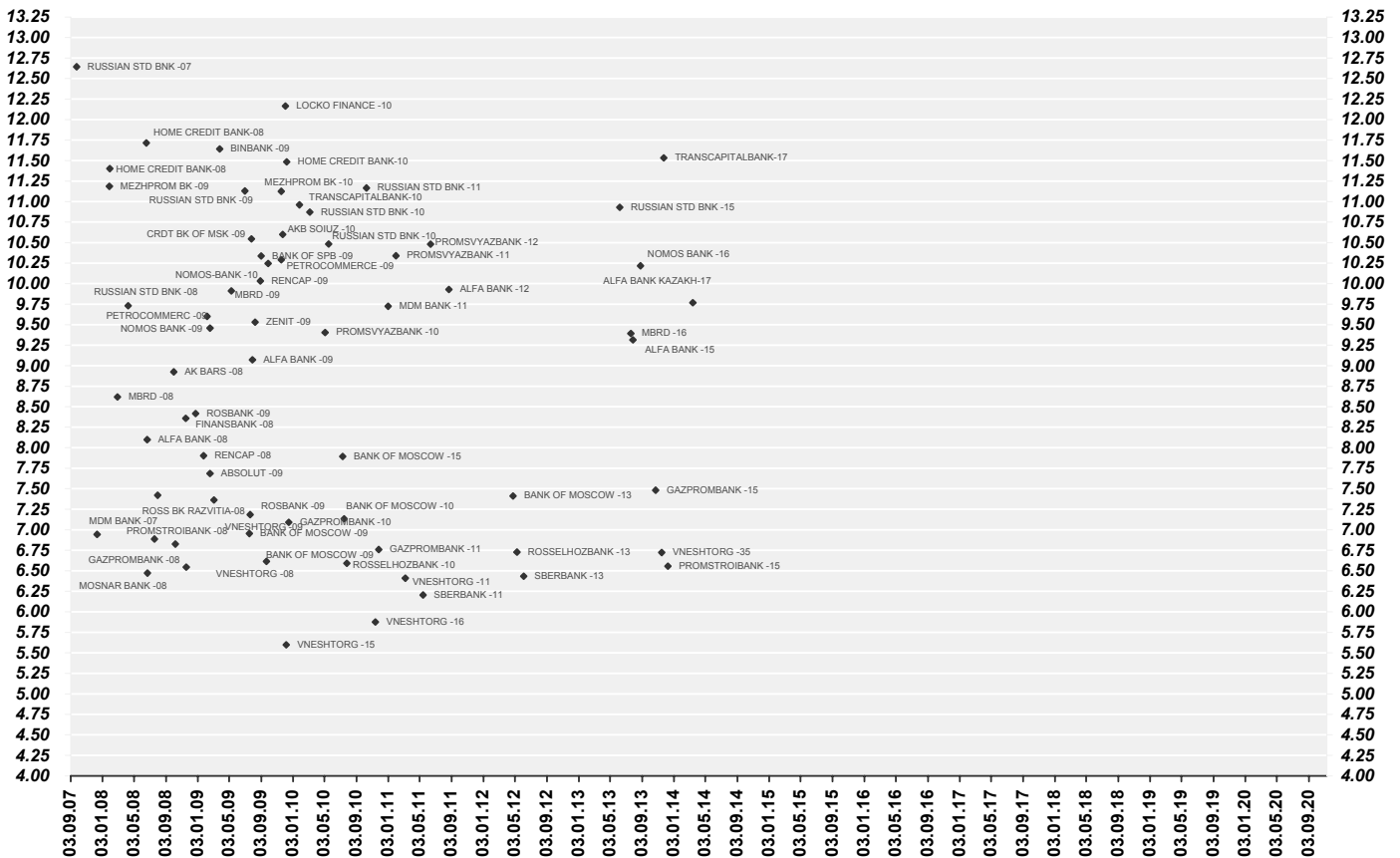


КАРТА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

СУВЕРЕННЫЕ



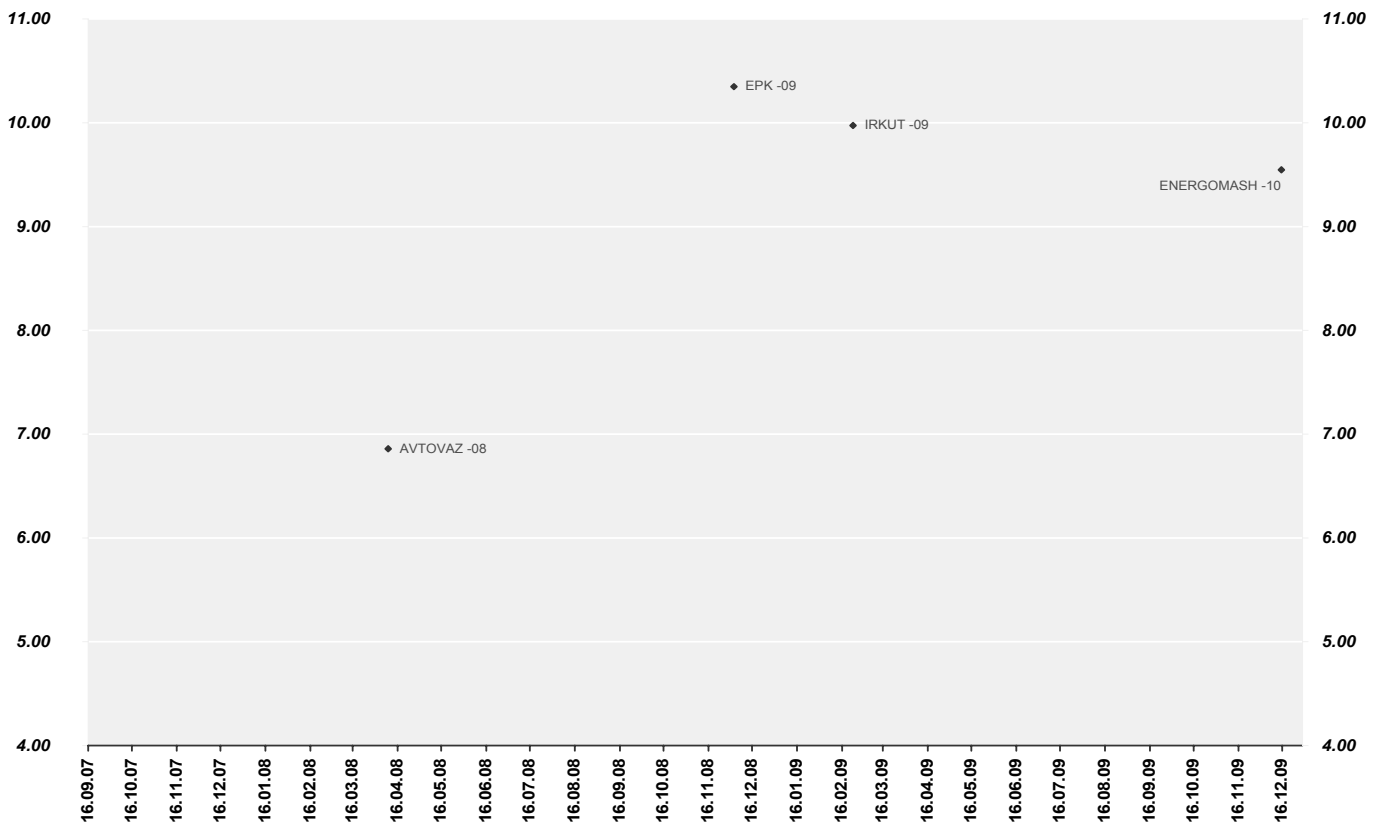
БАНКИ И ФИНАНСОВЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ





КАРТА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

МАШИНОСТРОЕНИЕ



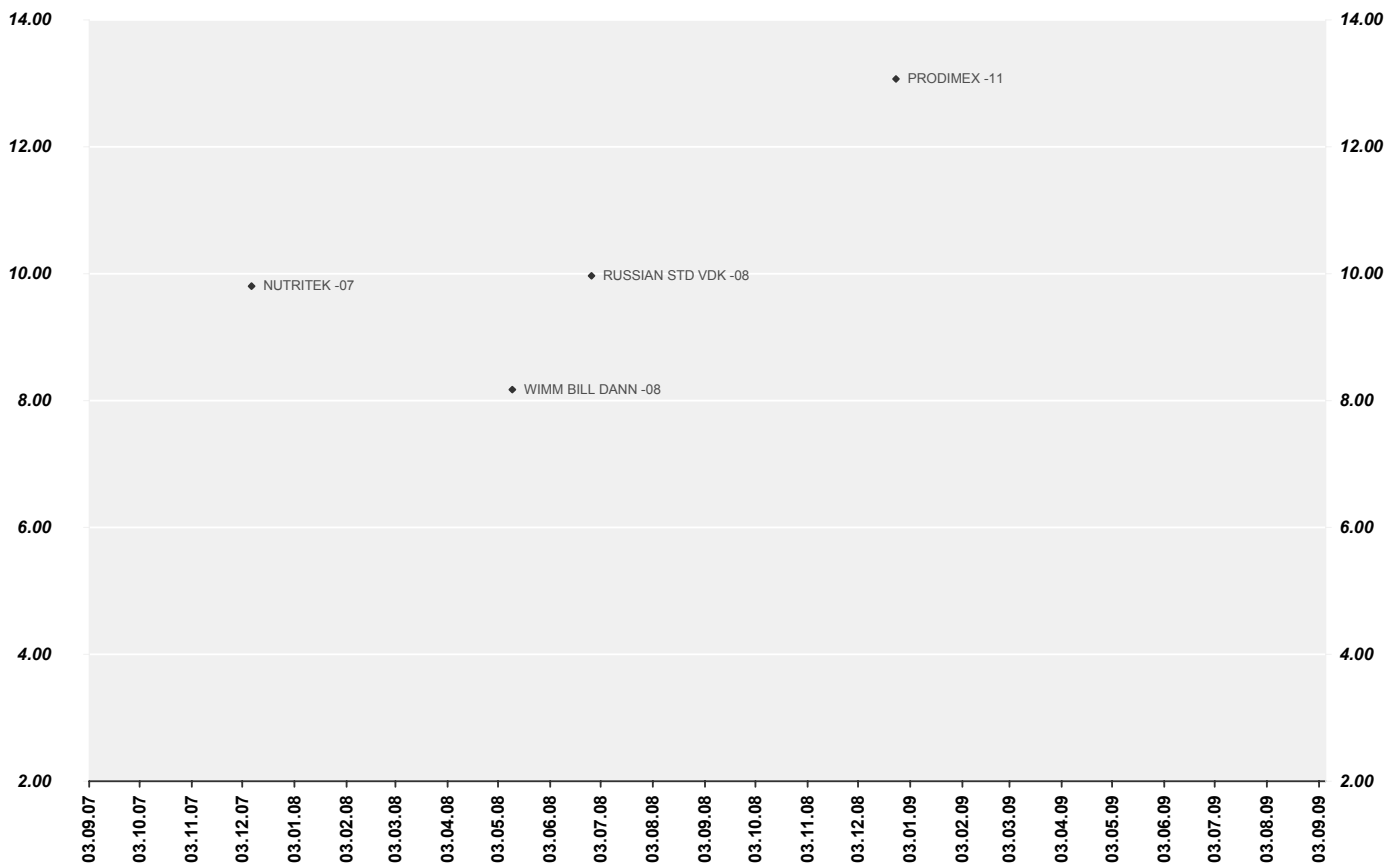
МЕТАЛЛУРГИЯ



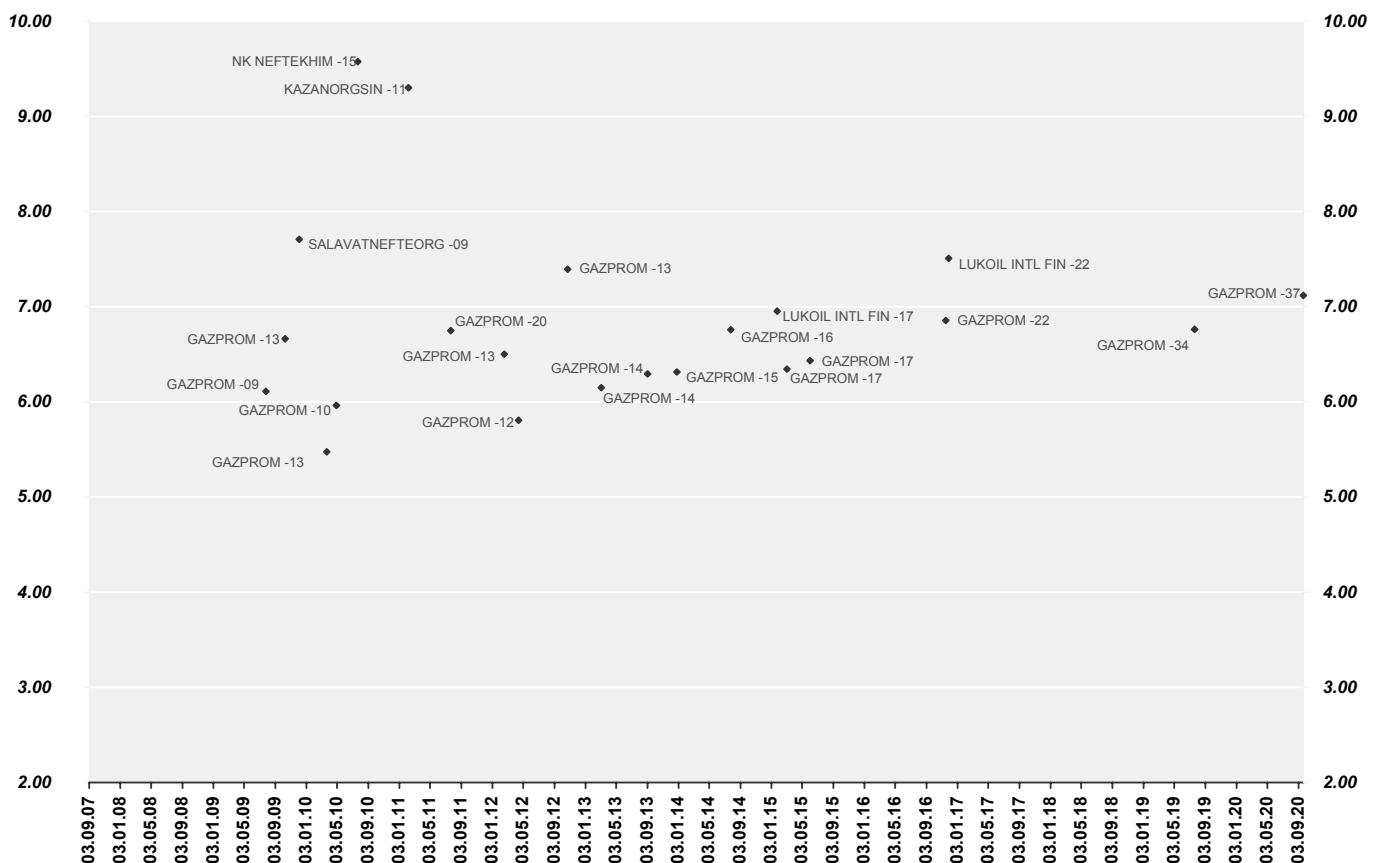


КАРТА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ



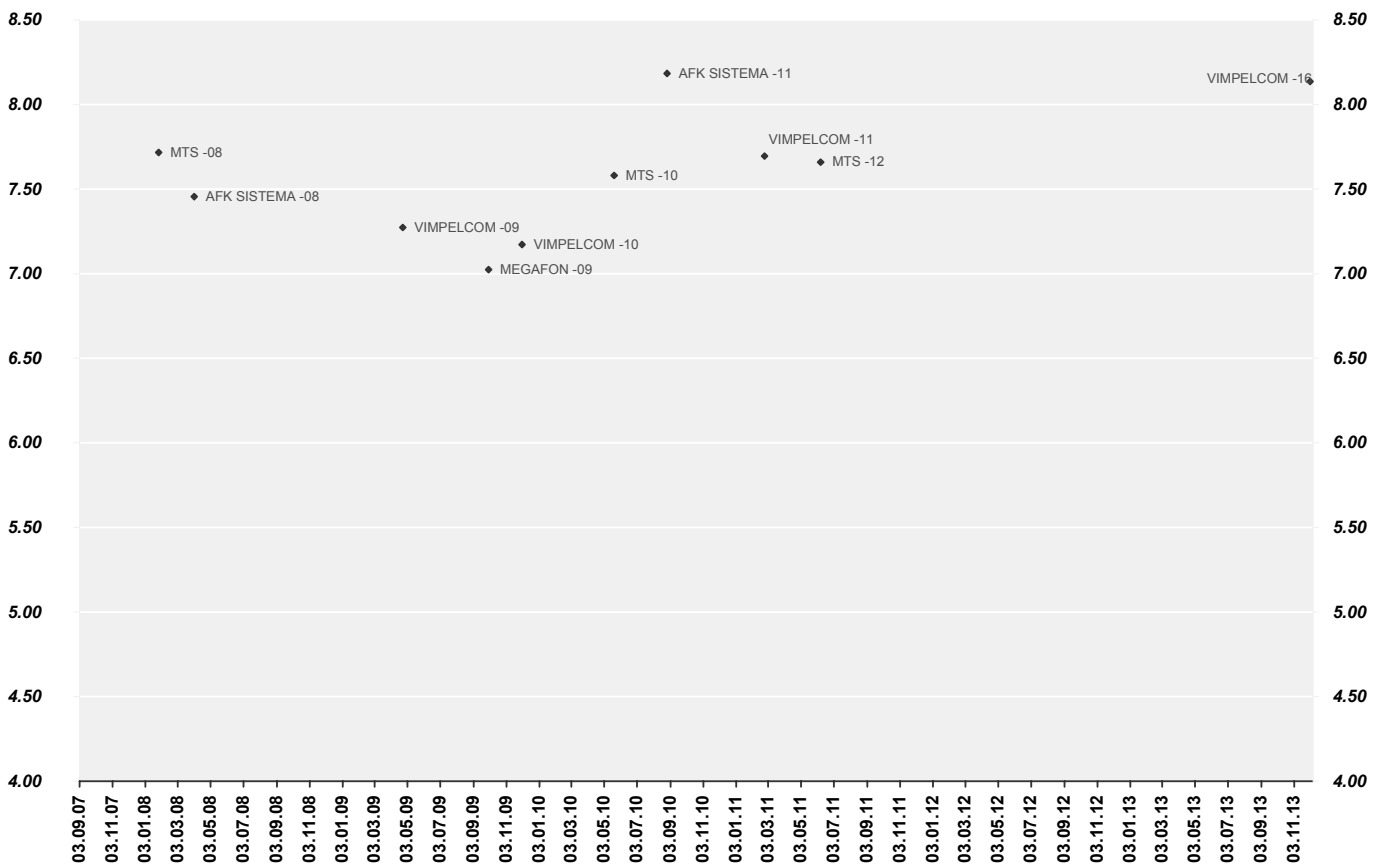
НЕФТЕХИМИЯ



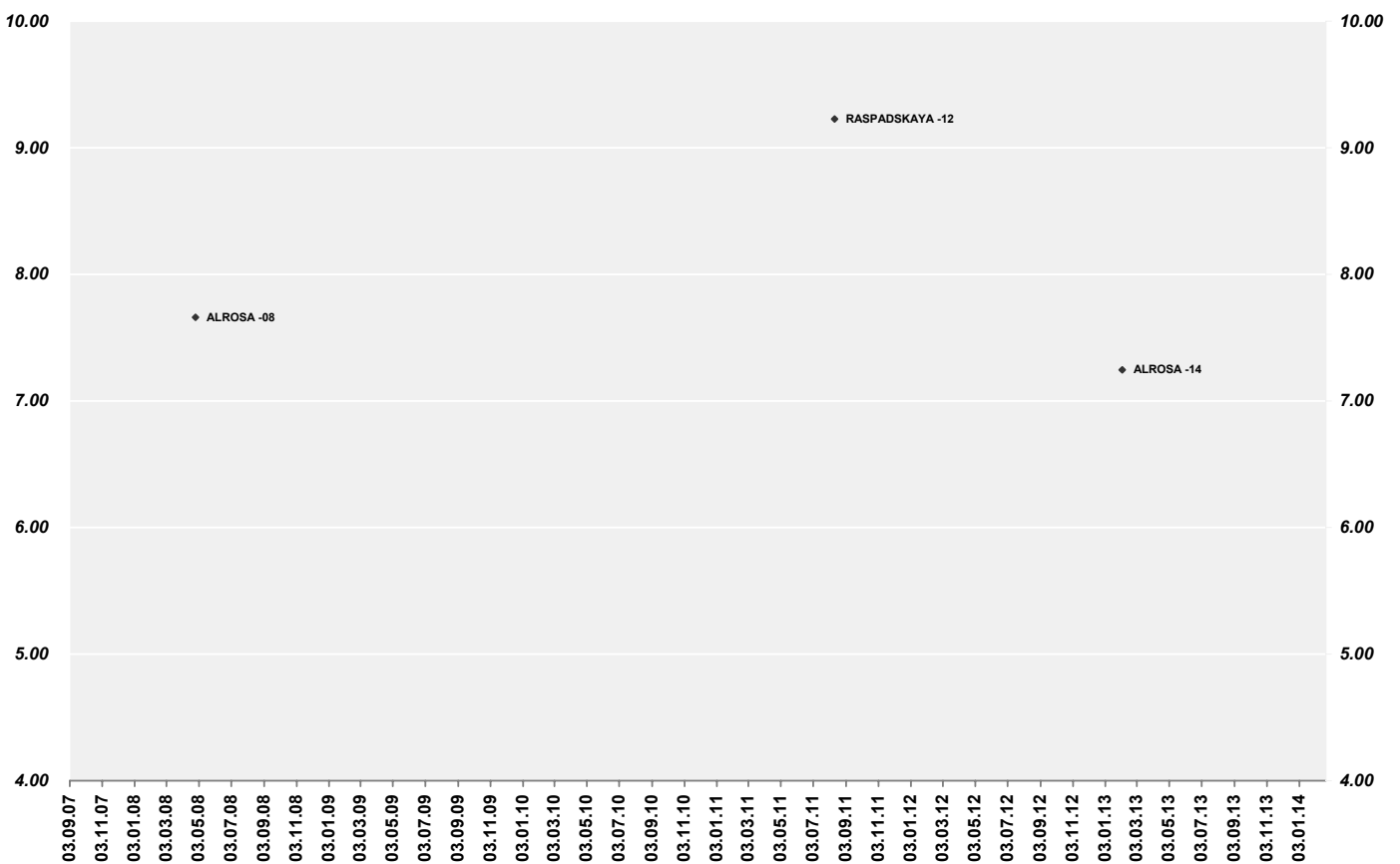


КАРТА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ



ДОБЫЧА





Департамент долговых Рынков

Отдел Продаж

+ 7 (495) 641 4414

Анна Грицаенко

Андрей Марюшкин

Антон Кихаев

Михаил Хазан

Наталья Газиева

Ирина Зеленцова

Международные Продажи

Вероника Щедрина

+ 7 (812) 332 35 28

Аналитическое Управление

+ 7 (495) 641 4414

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств

V.Malinovskiy@cf.ru

Евгений Воробьев

Старший аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун

Аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

A.Chaykun@cf.ru

г. Москва,
ул. Знаменка, д.7, стр.3
тел. (495) 641 4414

г.Санкт-Петербург,
Невский пр., д. 38
тел. (812) 326 13 05,
(812) 702 41 02

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. Настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем, отражают мнение аналитика на момент публикации, и могут быть дополнены и/или изменены вплоть до абсолютно противоположных по усмотрению аналитика без соответствующего уведомления читателей. «КИТ Финанс» оставляет за собой право не приводить предыдущих оценок и рекомендации при публикации новых.

Настоящий обзор предназначен для использования профессиональными участниками фондового рынка, которые могут адекватно оценить риски в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг. «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. Некоторые российские акции подвержены высокой волатильности, что повышает риски, связанные с инвестициями в данные бумаги, т.к. их стоимость может существенно упасть, что может привести к убыткам, если соответствующие инвестиции были осуществлены ранее. Многие российские акции отличаются низкой ликвидностью, что затрудняет их реализацию на рынке в случае принятия решения о продаже соответствующих ценных бумаг. Не все российские акции имеют ежедневные рыночные котировки, что затрудняет оценку их справедливой стоимости. «КИТ Финанс» не предоставляет сведений относительно абсолютной волатильности или ликвидности какой-либо российской бумаги, а также не дает информации в отношении справедливой стоимости неликвидных ценных бумаг. Стоимость всех российских акций, номинированных в рублях, зависит не только от ситуации на фондовом рынке, но также определяется колебаниями на валютном рынке. В процессе принятия решений, инвестор должен самостоятельно изучить объект вложений, а также оценить риски, связанные с инвестициями в данный инструмент.

КИТ Финанс имеет право осуществлять любые операции в рамках собственного портфеля, основываясь на кратко- и долгосрочных рекомендациях и инвестиционных идеях. КИТ Финанс может принимать любые инвестиционные решения в отношении указанных в обзоре ценных бумаг вне зависимости от опубликованных оценок и рекомендаций.

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».