

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 15 сентября 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДЕНЖНЫЙ РЫНОК

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ.

Рынки долгового капитала, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛОТОВ

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

Конъюнктура денежного рынка на прошлой неделе существенно не изменилась. Очередное падение рынка акций и облигаций и связанный с этим вывод средств привел к дальнейшему снижению рубля относительно доллара, при этом к бивалютной корзине, с помощью Банка России, российская валюта держалась в пределах верхней границы 30.4. Так как ЦБ РФ приходилось продавать доллары для сохранения стабильности валютного рынка, из банковской системы продолжается отток рублей, что способствует сохранению напряженной ситуации на денежном рынке. Мы предполагали, что как минимум на протяжении месяца, и в частности на прошлой неделе, ситуация с рублевой ликвидностью будет оставаться напряженной, но со среды по пятницу достаточно неожиданно объемы заимствованных рублей у ЦБ РФ через РЕПО достигли исторических максимумов, наблюдавшихся осенью прошлого года, тем самым ставки межбанковского рынка выросли до 8.0-8.5% годовых, что примерно на 2 п.п. выше уровней предыдущей недели. Объяснить это потребностью выплаты налогов нельзя, так как первый налоговый период начнется только на этой неделе, поэтому вероятно это был спрос, вызванный потребностями ряда крупных корпоративных клиентов в денежных средствах, а также возможно потребностью ряда инвестиционных банков в покрытии позиции на фондовом рынке, который на прошлой неделе потерял более 10%, а максимальное падение пришлось как раз на середину недели. Вероятно из-за этой неопределенности причин спроса на рубль ЦБ РФ «не попадал» с размером лимита на утренний аукцион РЕПО, и банкам приходилось добирать деньги на втором аукционе.

Такая ситуация заставляет с опаской взглянуть на окончание месяца и предполагаемые проблемы с ликвидностью. Хотя Банк России попытается успокоить рынок, заявив, что способен обеспечить банки необходимым объемом ликвидности, в частности через РЕПО – до 1 трлн. руб. К этому следует добавить возможности Минфина, который в любой момент может увеличить объем размещаемых на депозиты бюджетных средств. По-прежнему очень высоким спросом пользуются средства Фонда ЖКХ, главным образом из-за своей длины. На неделе состоялось два аукциона срочностью на полгода и на год, на обоих спрос превысил предложение почти в 4 раза (предложение 10 млрд. руб. на каждом), в результате ставки составили 11.77% и 11.79% годовых соответственно.

Отметим снижение международных резервов на позапрошлой неделе на 8.9 млрд. долл., более 5 млрд. долл. из которых было потрачено на поддержание курса рубля.

Ситуацию на денежном рынке может исправить разворот на фондовом рынке. Для этого необходимо чтобы глобальные инвесторы закончили вывод средств с развивающихся рынков и в частности России. На фоне опасений рецессии в мировой экономике, на протяжении всего лета и начала осени инвесторы выводили средства с развивающихся рынков, летний отток оценивается в размере 29.5 млрд. долл., это максимальный отток с 1995 года. Вывод средств и перевод их в активы номинированные в доллары, стал одной из причин существенного роста американской валюты против большинства валют. В связи с чем, остановка «бегства в качество» приведет и к стабилизации российского валютного рынка. Как результат, необходимо чтобы Банк России превратился из нетто продавца в нетто покупателя валюты как прежде, и соответственно осуществлял эмиссию рублей. Вероятно, до конца сентября этого не произойдет, но в октябре, когда предстоит выплата квартального НДС, приток ликвидности со стороны ЦБ РФ будет очень кстати.

S&P подтвердило рейтинг России на уровне «BBB+» с прогнозом «позитивный», что, конечно, в текущих условиях не окажет поддержки внутреннему рынку. Отметим также вчерашний комментарий агентства по поводу возможности использования государственных средств для поддержки фондового рынка. Данную идею озвучил в четверг министр финансов А. Кудрин. Аналитики S&P пишут о том, что данная идея противоречит ранее заявленным намерениям откладывать доходы от торговли на благоприятных условиях. В сообщении агентства также говорится о том, что если комментарии официальных лиц представляют собой не более, чем попытку стабилизировать рынок, то изменения суверенного рейтинга России не будет. Однако всякое использование госсредств, в том числе фонда национального благосостояния, в целях поддержания стоимости активов финансового рынка будет иметь негативные последствия для суверенного рейтинга России.

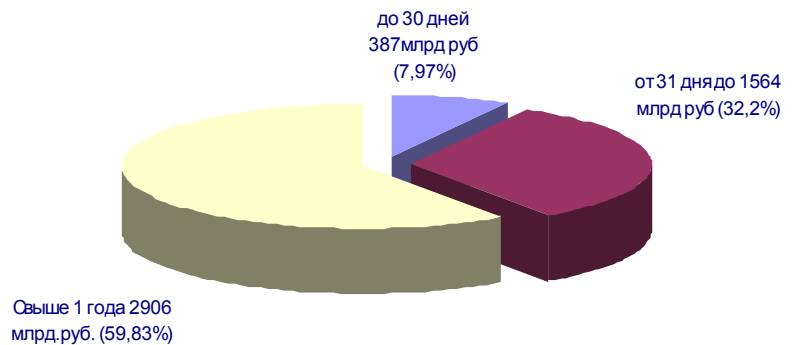
Как и ожидали многие участники рынка, компания СЗЛК объявила дефолт по своему облигационному займу объемом 1 млрд.руб. На главном активе компании ООО «Неманский ЦБК» введено внешнее управление. В течение 2х месяцев планируется восстановить производство, которое было приостановлено после требования кредиторов о демонтаже оборудования. Таким образом, компания планирует создать денежные потоки для выплат по обязательствам. Пока неясно как долго будут «заморожены» средства держателей облигаций СЗЛК. В контексте проблемных эмитентов скажем несколько слов о компании АЛПИ, которая допустила технический дефолт 26 августа по своему облигационному займу объемом 1,5 млрд. руб.. Тогда к оферте было предъявлено 1,44 млрд.руб. 9 сентября компания смогла выплатить около 495 млн.руб., которые были распределены пропорционально среди держателей долговых бумаг. Представитель компании заявил, что компания сможет расплатиться по своим обязательствам до 26 сентября. Мы считаем, что вероятность полного погашения облигационного займа в данном случае довольно велика. Напомним, что в начале августа компания АЛПИ сообщила о продаже одного из трех принадлежащих ей торговых комплексов Закрытому паевому инвестиционному фонду недвижимости /ЗПИФН/ «Коммерческая недвижимость» под управлением ЗАО «Управляющая компания «Тройка Диалог». Вполне возможно, что сделка не могла быть завершена к дню оферты (26 августа). Мы полагаем, что у деньги от продажи торгового комплекса должны появиться у компании как раз к концу сентября. По крайней мере, информация о сделке, заявления представителей АЛПИ, а также частичная выплата по облигациям дают почву для оптимистического взгляда на возможное развитие ситуации. Напомним также, что у компании только один облигационный заем, поэтому возможные дальнейшие проблемы АЛПИ не должны напрямую затронуть публичный рынок.

Группа АЛПИ – холдинг, работающий в Красноярском крае и специализирующийся на производстве продуктов питания и розничной торговле

Ситуация на вторичном рынке остается сложной – доходности продолжают стремительный рост. Дешевеет весь спектр бумаг, сохранивших ликвидность. Рост доходностей по коротким бумагам первого эшелона составляет 30-50 б. п. Качественный второй эшелон также теряет позиции. Бумага ТМК2 прибавила в доходности за неделю около 100 б. п., МТС3 около 120 б.п., АСП2 около 90 б.п.. Те бумаги, сделок по которым практически не было, также продемонстрировали серьезный рост доходностей по бидам. Сейчас трудно говорить о том, достиг ли облигационный рынок дна или рост доходностей может продолжиться. В любом случае текущий или высокий уровень доходностей на рынке в случае их дальнейшего роста сохранится надолго. Спрос на рынке определяется свободной ликвидностью, источников для которой сегодня не так много. Отток капитала перекрывает внешние каналы поступления ликвидности, выручка от экспорта нефти преимущественно оседает в стабфонде. Также в октябре ожидаются выплаты по внешнему долгу на сумму около \$45 млрд. Источников внутренней ликвидности для рынка облигаций также немного. Долгосрочный уровень ставок направлен на повышение,

поскольку ЦБ сегодня усиленно борется с инфляцией. Посмотрим на банки как на основного инвестора на долговом рынке. Депозитные деньги могут идти на рынок лишь частично, да и то в короткие бумаги. Средства населения слишком дороги для вложения в облигации приемлемого качества. Теоретически внутренний рынок могли бы поддержать корпоративные депозиты. Их срочная структура позволяет покупать хотя бы «короткие» бумаги (дюрация 1,0-1,5 года).

Рублевые депозиты и средства юрлиц на 1.08.08



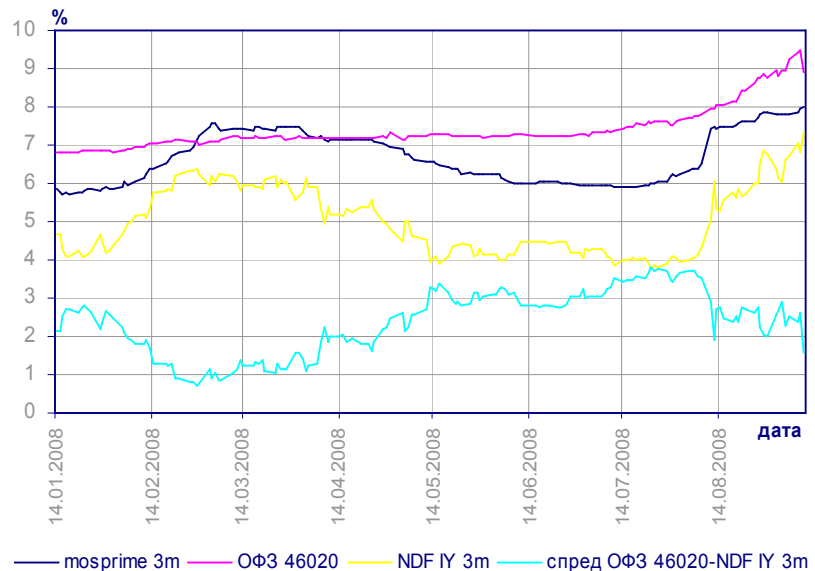
Источник: ЦБ РФ, расчеты Линк Капитал.

Однако надо принимать во внимание то, что с ужесточением кредитной политики банков, как в России, так и на Западе компании в большей степени будут полагаться на собственные средства, что снизит возможности инвестирования корпоративных средств в облигации. Это в большей степени, конечно, относится к депозитам до года. В таких условиях лишь длинные депозиты (свыше года) могут быть инвестированы в долговые бумаги. Однако спектр бумаг в данном случае ограничивается качеством и дюрацией. Также нужно обратить внимание на понижательную динамику сырьевых рынков, которая должна сказаться на снижении прироста корпоративных депозитов. Ликвидность, как источник спроса, это лишь одна стороны вопроса. Деньги ЖКХ объемом 60 млрд. руб. распределенные во времени, вряд ли могут исправить ситуацию. Со стороны предложения также есть потенциальное давление на рынок, если учитывать обширные заявленные программы заимствований крупных компаний. Понятно, что в текущих условиях ожидать, что эти программы реализуются, полностью не приходится, однако любое появившиеся «окно» будет использовано для размещений. Хотя надо сказать, что «голубые фишки» находятся в значительно более выигрышной ситуации, поскольку при их размещениях могут быть задействованы те же средств ЖКХ. Таким образом, в целом сегодня как предложение ликвидности, так и спрос на нее не предполагает комфортной ситуации на рынке.

Первичный рынок

На прошлой неделе в очередной раз не состоялся аукцион по размещению ОФЗ, на этот раз серий 26201 и 46020. Минфин просто отменил аукционы. По сообщению агентства Sбonds заместитель директора департамента международных финансовых отношений, государственного долга и государственных финансовых активов Минфина РФ Александр Щербаков прокомментировал решение отменить аукцион так: «На рынке ощущается нехватка ликвидности. Чтобы не создавать дополнительного давления на рынок, мы решили не размещать бумаги. В ближайшее время не планируем аукционов. В октябре будем смотреть на рынок». Даже если бы аукционы и проводились бы, вряд ли Минфин бы нашел достаточный спрос на бумаги. Сейчас рынок определяется с новым уровнем доходностей, поэтому через месяц-полтора будет ясно, на каких уровнях можно будет размещать бумаги пусть и не в полном объеме. Хороший спрос сегодня может потребовать «запредельных» по меркам Минфина премий, особенно по длинной бумаге серии 46020. Несмотря на то, что бумага 46020 и так достигла максимальных доходностей в этом году, существует неопределенность относительно перспектив рынка. Выход на рынок «любой ценой» для Минфина нецелесообразен – бюджет в профиците. И что особенно важно для

рынка, такая ситуация могла бы усилить переоценку в корпоративном секторе, который а так переживает не лучшие времена.



Источник: Reuters, расчеты Линк Капитал

На следующей неделе состоится размещение бумаги ВТБ-лизинг3 объемом 5 млрд. руб. Ориентир доходности составляет 10,9-11,5% к годовой оферте. Таких уровней первичного рынка для эмитентов первого эшелона в новой истории рынка еще не было. Напомним, что два месяца назад бумага ВТБ-лизинг2 была размещена с доходностью 9,10 к годовой оферте. Однако новая доходность свидетельствует ни столько о запредельных премиях при размещении, сколько о новых уровнях рынка в целом, поскольку за последние 2-3 недели он достаточно серьезно просел. За первые дни сентября второй выпуск просел до 10,5% (около 80 б.п). Исходя из текущих котировок, премия ко второму выпуску ожидается в диапазоне 40-100 б.п., что также немало учитывая высокий рейтинг и короткую дюрацию бумаги ВТБ-лизинг3. Нам трудно говорить о том, какая доходность сложится на аукционе, однако остановимся на двух факторах. Во-первых, текущая конъюнктура не располагает к комфортным уровням доходностей. Во-вторых, верхний уровень ориентира говорит о том, что эмитент готов идти навстречу инвесторам даже при очень жестких условиях со стороны последних. Поэтому мы вполне можем увидеть уровень доходности (УТР) близкий к 11,5%. Уже при редактировании обзора стало известно, что размещение выпуска ВТБ-лизинга отложено на неопределенный срок в связи с неблагоприятной ситуацией на рынке. Этот факт еще раз подтверждает, что рынок в настоящий момент закрыт не только для бумаг третьего и второго эшелона, но и для эмитентов первого эшелона. Такая ситуация может продлиться до конца октября, когда банки пройдут тяжелый период с точки зрения ликвидности.

Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK

CAPITAL

РУКОВОДСТВО

Алекс Фидельман

Управляющий директор

ПРОДАЖИ

Владимир Куцев

Вице-президент

Георгий Айвазов

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 ИНВЕСТИТОРОВ. 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.