

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 26 августа 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

ДЕНЖНЫЙ РЫНОК

Банковская система лишь к концу прошедшей недели смогла восстановить ликвидность после масштабного вывода средств нерезидентами в разгар грузино-осетинского конфликта. Одним из индикаторов достаточности рублевых средств является объем средств, взятый у ЦБ РФ в рамках операций РЕПО. Так, после максимального спроса 11 августа в размере более 240 млрд. руб. объем операций РЕПО постепенно снижался, но лишь в четверг-пятницу прошлой недели он достиг своих «нормальных» значений, составив 4-6 млрд. руб. При этом ставки по однодневным межбанковским кредитам хотя и снизились, но продолжают оставаться на высоких уровнях порядка 5-6 % годовых. По мимо этого банки получили достаточно весомый объем ликвидности после аукциона по размещению бюджетных средств в размере 119 млрд. руб. срочностью 1 месяц (аукцион состоялся 13 августа, кстати, этот объем был максимальным за всю историю существования этого инструмента). На прошлой неделе банкам уже практически не нужны были бюджетные средства по ставке 8 % годовых, объем размещенных средств составил всего 16 млрд. руб. По всей видимости, банки подготовились к предстоящим в понедельник налоговым платежам, поэтому в ближайшие дни ситуация на денежном рынке должна оставаться стабильной. Рост спроса на рубли можно ожидать в конце недели, когда предстоит выплата налога на прибыль. Тем более что со стороны валютного рынка ожидать прихода значительных средств не приходится, так как значение бивалютной корзины сейчас находится посередине предполагаемого допустимого диапазона 29, 10 – 30, 10, тем самым Центральный Банк, вероятно, не будет вмешиваться в торги пока не достигнута нижняя граница. Отметим, что результатом вывода средств нерезидентами стало крупнейшее снижение объема международных резервов сразу на 16,4 млрд. долл. до 581,1 млрд. долл. Для восстановления прежних значений может потребоваться месяц, хотя во многом изменение будет зависеть от динамики мировых валют (евро, фунт, йена) относительно доллара. На приток средств по счету движения капитала рассчитывать не стоит, так как по заявлениям представителей ЦБ РФ и Минфина за 7 месяцев 2008 года чистый приток составил порядка 30 млрд. долл., а по итогам года прогнозируется объем чистого притока капитала в размере 40 млрд. долл. Понятно, что это грубые оценки, но в любом случае масштаб понятен.

На прошлой же неделе на валютном рынке ситуация стабилизировалась, у участников рынка явно присутствовала потребность в рублевых средствах, поэтому наблюдалось давление на доллар, который по отношению к рублю потерял порядка 30 копеек. Намечившаяся коррекция по паре евро/долл будет способствовать продажам американской валюты на внутреннем рынке.

Из событий способных повлиять на состояние денежного рынка отметим, что с 1 сентября Банк России начинает ежедневное установление максимального объема средств, предоставляемых на утреннем аукционе однодневного РЕПО. То есть, ЦБ РФ будем сам определять потребность банковской системы в ликвидности и соответственно ограничить предоставление самых дешевых денег для каких-либо спекулятивных операций, так как следующие аукционы проходят по более высоким ставкам, а предоставление средств overnight по фиксированной ставке стоит уже 9% годовых. С учетом того, что средства от вечернего аукциона РЕПО банки получают под конец операционного дня, банкам, которые не смогут удовлетворить свои потребности на утреннем аукционе будут вынуждены прибегать к межбанковскому заимствованию, которое в периоды напряженности на денежном рынке стоит дороже чем РЕПО с ЦБ РФ. Получается, что очень важно, чтобы Банк России устанавливал достаточные лимиты. Так как процедуру установления лимитов регулятор не раскрыл, то определенность придет с первыми практиками в особенности в периоды нехватки рублевой ликвидности. В случае если ЦБ РФ по каким-либо соображениям будет занижать необходимый лимит, это приведет к росту ставок на денежном рынке.

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	1701,61	-4,69
MMBБ	1487,10	1,84
DJIA	11628,06	-0,27
Rux-Cbonds	222,32	-0,30
USD/EUR	1,49	-0,92
RUR/USD	24,2699	0,97
Золото, USD/тр. унц.	827,40	5,27
Нефть, USD/барр.	113,92	0,02

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	3,85	1
Russia 30-UST 10	6	-185
EMBI Rus	189	-1
Mosprime 3M	7,61	0,11
LIBOR 3M	2,81	0

Источник: Bloomberg

Отметим еще данные по инфляции в РФ за первые две недели августа, рост составил 0,2 % и 9,5 % с начала года. Темпы превышают прошлогодние, но по этим данным пока еще рано делать выводы, так как во второй половине месяца возможна дефляция. Скорее всего, ЦБ РФ будет ориентироваться на значение по всему месяцу и на основе этих данных решать вопрос о дальнейшем ужесточении денежно-кредитной политики. С учетом графика повышения ставок Банк России предположительно сделает следующий шаг в сентябре, но еще раз отметим, что, скорее всего, он будет ориентироваться на августовскую инфляцию. Отметим, что прогнозы ЦБ РФ и Минэкономразвития на годовую инфляцию различаются: диапазон Центрального Банка 9,5 – 10,5 %, Минэкономразвития – 10,5 – 11,8 %.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

На рублевом долговом рынке сохраняется негативная динамика котировок. Под давлением продавцов находятся преимущественно длинные бумаги первого эшелона, в выпусках второго и в особенности третьего эшелона существенно снизилась ликвидность. Катализатором усиления бегства в качество, как и в других секторах российского финансового рынка, стало обострение геополитической ситуации после событий в Южной Осетии, и как следствие сокращение нерезидентами портфелей в облигациях первого эшелона. Помимо этого, как известно, постоянное давление на данный сектор оказывают масштабные планы крупнейших эмитентов по выходу на облигационный рынок (одной из первых ласточек стали около месяца назад выпуски РЖД с заявленной программой по привлечению 80 млрд. руб.). Потенциальное совокупное предложение в настоящий момент по эмитентам первого эшелона составляет порядка 300 млрд. руб. В результате, действия этих факторов доходность дальних корпоративных бумаг первого эшелона выросла за месяц примерно на 100 б. п. и сейчас такие бумаги торгуются по доходности 8 – 9 % годовых, а в ряде случаев и выше. Длинные выпуски АИЖК (бумаги с гарантией государства) торгуются по доходности выше 12 % годовых. На этом фоне долгое время относительно спокойно чувствовали себя выпуски ОФЗ, где Минфин достаточно жестко подходил к вопросу стоимости размещения бумаг, в результате чего сегмент терял статус рыночного. На прошлой неделе эмитент пошел на предоставление премии по размещаемым бумагам в размере 10-20 б. п. Не понятна пока причина такой щедрости Минфина, но это привело к усилению переоценки выпусков ОФЗ, по одному из наиболее ликвидных и спекулятивных выпусков 46020 доходность за неделю выросла с 8 % до 8,5 % годовых. В случае если Минфин продолжит давать относительно высокие премии при размещении бумаг, мы можем увидеть рост кривой доходности ОФЗ, которой для рыночной привлекательности необходимо прибавить не менее 50 б. п. На фоне обострившейся ситуации с рублевой ликвидностью и туманными перспективами ее улучшения в ближайшее время вероятность роста рынка незначительна, скорее всего, после периода распродаж мы увидим временную стабилизацию при падающей ликвидности торгов.

На третий эшелон, помимо общих негативных факторов, толкающий доходность рублевых облигаций вверх, стоит отметить негативный новостной фон о предстоящих трудностях ряда компаний. Фигурируют уже известные компании Арбат-Престиж, Альянс ЭйрЮнион и ЗАО «МИАН» Первый эмитент, судя по сообщению СМИ, решил самостоятельно инициировать собственное банкротство (ранее расплатиться с держателями облигаций ему позволила продажа недвижимости с обратным выкупом). МИАНу в сентябре предстоит пройти процедуру оферты и, по всей видимости, компании придется искать деньги на выкуп (напомним, что проблемы у компании связаны с налоговыми претензиями). Обнаддеживает оптимистический настрой акционера компании, поэтому есть шансы, что компания справится с текущими трудностями. Ситуация с Альянс ЭйрЮнион, получившая широкую известность в связи с задержками рейсов, трудно прогнозируемая, так как компании входящие в альянс сами не в состоянии исполнять свои обязательства, а вопрос помощи со стороны основного акционера государства, остается открытым. Эта ситуация бросает тень негатива на другие компании, не лучшего кредитного качества, находящиеся в собственности государства, поэтому до разрешения ситуации с ЭйрЮнион вероятен рост доходности данных квазисуверенных бумаг. Отметим также аналитическую записку рейтингового агентства Fitch о компаниях розничной торговли РФ, где указывается на проблемы для компаний среднего размера, которые могут столкнуться с трудностями рефинансирования своих обязательств. Проблемы этих компаний уже давно известны рынку и фактически для средних компаний выход на рынок облигаций в настоящий момент закрыт. Из последних примеров, размещение ритейлера Вестер-Финанс, где в ходе аукциона удалось разместить менее половины выпуска.

Текущую ситуацию на рынке рублевых облигаций хорошо отражает активность на первичном рынке, где заявленные размещения переносятся и фактически уже третью неделю новых потенциально рыночных размещений не наблюдается. Активизации рынка стоит ждать не ранее середины сентября, а очень вероятно, что только в октябре.

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.