

## Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 01 июля 2008 г.

### ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

#### ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок  
[dmitri.bogoslovsky@lcib.ru](mailto:dmitri.bogoslovsky@lcib.ru)

#### АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала  
[andrey.zolotov@lcib.ru](mailto:andrey.zolotov@lcib.ru)

Индикаторы	Значение (27 июня)	Изменение неделя, %
РТС	2318,61	-2,77
ММВБ	1765,91	-3,46
DJIA	11346,51	-4,19
Rux-Cbonds	223,28	-0,33
USD/EUR	1,5784	-1,17
RUR/USD	23,45	0,77
Золото, USD/тр. унц.	929,3	2,40
Нефть, USD/барр.	140,31	3,79

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение (27 июня)	Изменение неделя, б. п.
UST10	3,95	-19
Russia 30-UST 10	173	39
EMBI Rus	174	36
Mosprime 3M	5,97	-7
LIBOR 3M	2,79	-1

Источник: Bloomberg

### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Налоговые платежи на прошедшей неделе практически не повлияли на конъюнктуру денежного рынка, стоимость денег осталась неизменной порядка 3.5% годовых по кредитам overnight. Вполне ожидаемая ситуация, так как коммерческие банки планомерно наращивали рублевую ликвидность на протяжении предыдущих дней. По всей видимости, выплата налога на прибыль в понедельник также пройдет спокойно, чему отчасти будет способствовать приток ликвидности с валютного рынка, где Банк России провел очередные интервенции.

На фоне падения доллара на международном валютном рынке после заседания ФРС по ставке, а также очередного заявления представителя ЦБ РФ о расширении границ валютного коридора (что было воспринято как признак возможного укрепления рубля), банки начали продавать доллары в итоге Банк России эмитировал порядка 100 млрд. руб. Мы считаем, что в текущих условиях высокой инфляции регулятор пойдет на укрепление рубля, но сделать прогноз о размере и моменте этого шага представляется затруднительным. Скорее всего, атаки на доллар продолжатся, тем более что сейчас на внешнем рынке он демонстрирует явную слабость. Это позволит без осложнений пройти квартальную выплату НДС, которая предстоит в июле. Считаем, что ставки денежного рынка будут находиться вблизи текущих уровней.

Отметим очередные данные по инфляции в РФ - с начала года рост цен составил 8.5%. Чтобы уложиться в официальный прогноз (10.5%) необходима чтобы среднемесячный рост цен до конца года не превышал 0.3%, что на наш взгляд достижимо только в 3-м квартале под влиянием сезонного фактора. Тем не менее, правительство и ЦБ РФ продолжают борьбу с инфляцией и, как мы уже говорили, ждем очередных мер в рамках денежно-кредитной политики уже в июле-начале августа.

### ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Новые размещения на российском рынке и бегство в качество на международном рынке - вот те факторы, определившие динамику рублевого рынка облигаций на прошлой неделе. Плавное снижение цен в середине недели переросло в падение, после того как ряд крупных эмитентов при размещении своих облигаций предоставили высокую премию к рынку. Ближе к концу недели ситуацию усугубили распродажи бумаг на развивающихся рынках, после того как инвесторы, на фоне новых угроз списаний в финансовом секторе США, предпочли уйти в безрисковые активы.

Из знаковых размещений отметим аукцион по 3му выпуску МТС на 10 млрд. руб., ставка купона составила 8.7% годовых, что указывает на премию к рынку около 40 б.п. Но если размещение бумаг МТС прошло по прогнозируемому сценарию с точки зрения премии, то аукцион по 5му выпуску Самарской области удивил слишком высокой доходностью относительно обращающихся выпусков. Логично было предполагать, что премия уложится в пределы 50 б.п. (адекватный размер для бумаг хорошего второго эшелона), но доходность составила 9.63% годовых, что выше справедливого уровня примерно на 80-100 б.п.

Стоит обратить внимание на ориентиры по доходности 8го выпуска облигаций РЖД на 20 млрд. руб., предполагающие премию кривой доходности эмитента в размере 50-100 б.п. Такая премия, скорее всего, связана с объемом предложения бумаг РЖД, которых заявлено на 80 млрд. руб. Возможность купить долги госмонополии по такой доходности приведет к «подтягиванию» доходностей других голубых фишек и следом бумаг остальных эшелонов.

Теперь обратимся к третьему эшелону, где события очень быстро меняются. С момента нашего последнего обзора произошло еще две просрочки платежей по купонам/офертам - вслед за ЗАО «Миннеско Новосибирск» и Арбат Престиж обязательства не были исполнены по 2 му выпуску облигаций ГОТЭК (было предъявлено к выкупу около 1 млн. бумаг из 1.5 млн.) и по 1му выпуску ООО «Мострасавто Финанс» (в СМИ фигурировала цифра 500 тыс. бумаг из 7.5 млн.).

По всей видимости, учитывая, что исполнение обязательств состоялось на следующий день, по выпуску Мострасавто возникли технические трудности и вряд ли это стоит рассматривать как дефолт и производить переоценку рисков компаний, за которыми тем или иным образом стоит администрация регионов (учредителем ГУП «Мострансавто» является Министерство имущественных отношений Московской области).

Также исполнило обязательства по оферте Арбат Престиж. В этом случае, как и ожидалось, деньги, скорее всего, предоставил Банк Уралсиб под залог недвижимости.

Ситуация с выпуском ГОТЭКа более сложная, так как не совсем понятны причины неисполнения обязательств (есть мнение, что это ошибка финансовой службы эмитента). В любом случае присутствует готовность компании в положенные законодательством сроки произвести расчеты с держателями облигаций.

Поэтому единственной бумагой, по которой технический дефолт может превратиться в полноценный является выпуск ЗАО «Миннеско Новосибирск».

Несмотря на череду технических дефолтов отметим следующее:

- Во-первых, у эмитентов есть желание платить по долгам и они всеми возможными способами стараются найти деньги.
- Во-вторых, даже эмитентам, находящимся в тяжелой ситуации, удается найти источники финансирования (средства акционеров, финансирование под залог недвижимости, также собственники могут продать долю акций или опять же получить финансирование под акции).

Это дает надежду, что повального неисполнения обязательств не будет, хотя негативный сигнал рынку уже дан, и инвесторы существенно ужесточили требования к заемщикам, что может привести к увеличению количества желающих «заносить» бумаги по оферте (сейчас эмитентам/организаторам разными способами удается «угговорить» часть инвесторов не предъявлять облигации к досрочному погашению). В результате, напряжение несколько снято, но проблемы у эмитентов третьего эшелона все еще остаются.

На текущей неделе произойдет два значимых размещения: Ярославская область 34008 на 2.2 млрд. руб. и 4й выпуск банка Петрокоммерц. Основная интрига заключается в премии, которую эмитент предоставит на аукционе, так как обе бумаги относятся ко второму эшелону, то не будет удивительным если премия составит до 100 б. п.

# Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK

CAPITAL

## РУКОВОДСТВО

**Алекс Фидельман**  
Управляющий директор

## ПРОДАЖИ

**Владимир Куцев**  
Вице-президент

**Георгий Айвазов**

**Алексей Егоров**

**Вячеслав Мезенцев**

## 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](http://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.