

19 марта 2007 г.

Ренессанс
Капитал

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
Npodguzov@rencap.com

Алексей Моисеев
+7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Павел Мамай
+7 (495) 258 7708
Pmamai@rencap.com

Валентина Крылова
+7 (495) 258 7968
Vkrylova@rencap.com

Рублевая ликвидность Сохнет, сохнет, пересохнет?

- Ставки денежного рынка в марте находятся на небывало высоком уровне, что явным образом оказывает негативное влияние на рынок рублевых облигаций.
- Мы связываем аномально высокий уровень ставок с рядом причин:
 - допэмиссия акций Сбербанка;
 - аукционы по распродаже активов НК ЮКОС;
 - сезонный пик налоговых платежей.
- Таким образом, объем оттока ликвидности по означенным причинам очень велик и превышает обычное состояние системы примерно на 600 млрд руб.
- До начала апреля единственным источником притока ликвидности являются продажи валюты на внутреннем рынке.
- В таких условиях процентные ставки денежного рынка сохраняются на уровне 4-6% и 26-28 марта (пик налоговых выплат) достигнут 8-10%.
- Главным риском в рамках этого сценария является курс USD/EUR. Если евро начнет снижаться, инвесторы увеличат требуемую доходность, что немедленно приведет к росту ставок на денежном рынке.
- С учетом перспективы дальнейшего ухудшения ситуации с ликвидностью котировки наиболее ликвидных выпусков первого эшелона и ОФЗ будут находиться под наибольшим давлением, и мы ожидаем роста доходностей этих инструментов.
- Самый агрессивный период продаж (предположительно, с конца марта по начало апреля) мы рекомендуем использовать для формирования портфеля ликвидных облигаций первого эшелона на новых более привлекательных уровнях.

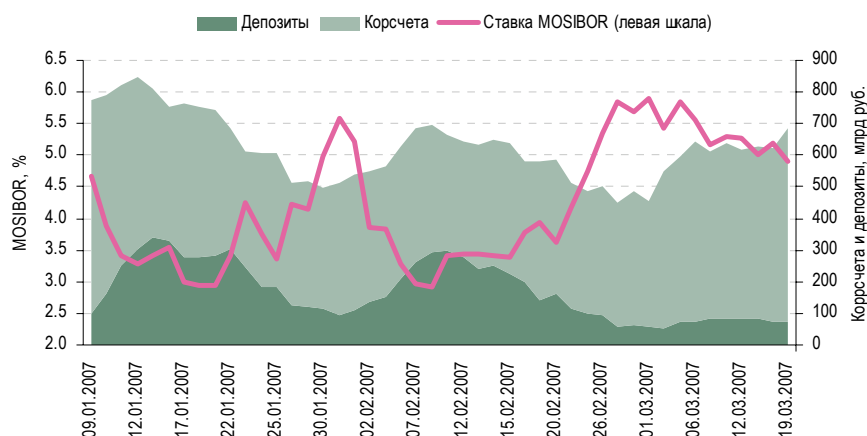
Инвестиционный вывод

С начала марта ставки денежного рынка установились на непривычно высоком уровне. Помимо негативного влияния на рублевую ликвидность допэмиссии акций Сбербанка дальнейший рост ставок денежного рынка наверняка будет вызван необходимостью отвлечь значительные средства для участия в аукционах по продаже активов ЮКОСа (аукционы запланированы на 27 марта и четвертое апреля). На фоне плановых налоговых платежей в конце месяца и неблагоприятной внешней конъюнктуры рост ставок денежного рынка может продолжиться, а их уровень может достигать двузначных значений. При этом напряженная ситуация с ликвидностью, возможно, продлится до первой декады апреля. Затем обстановка на денежном рынке должна постепенно нормализоваться.

С учетом перспективы дальнейшего ухудшения ситуации с ликвидностью котировки наиболее ликвидных выпусков первого эшелона и ОФЗ будут находиться под наибольшим давлением, и мы ожидаем роста доходностей этих инструментов. При этом самый агрессивный период продаж (предположительно в самом конце марта - начале апреля) мы рекомендуем использовать для формирования портфеля ликвидных облигаций первого эшелона на новых более привлекательных уровнях.

Вся глубина наступающего кризиса ликвидности становится очевидна при подробном анализе основных денежных потоков.

Рисунок 1. Ликвидность банковской системы



Источники: Минфин, Банк России

Все началось с допэмиссии акций Сбербанка

Негативное влияние допэмиссии акций Сбербанка на рублевую ликвидность началось в конце февраля и продолжается по настоящее время. Напомним, что в ходе дополнительной эмиссии Сбербанк намерен разместить около 2.8 млн акций. В период с 20 по 22 февраля была определена единая цена размещения акций Сбербанка в размере 89 тыс. руб. за одну акцию. Таким образом, общий объем привлекаемых банком средств может составить около 250 млрд руб. В соответствии с регламентом, в течение семи дней после даты определения цены размещения инвесторы, имеющие преимущественное право приобретения, должны были осуществить оплату акций дополнительного выпуска. По оценкам Сбербанка, акционеры в рамках преимущественного права оплатили 1661 тыс. акций на общую стоимость 146.3 млрд руб. При этом Банк России, выкупающий по преимущественному праву 892 тыс. акций, внес около 80 млрд руб. В течение четырех дней после сообщения об итогах исполнения преимущественного права приобретения акций (седьмого марта) Сбербанк акцептировал заявки от инвесторов, не обладавших преимущественным правом. Оплата этой части допэмиссии акций банка должна завершиться, по нашим расчетам, не позднее 21 марта.

Важно также отметить, что средства в оплату акций поступают на специальный накопительный счет Сбербанка. При этом режим счета не предполагает использование средств до момента регистрации отчета об итогах размещения акций дополнительного выпуска Банком России. Регистрация отчета, по оценкам Сбербанка, может состояться 29 марта. Таким образом, негативный эффект доэмиссии акций Сбербанка на рублевую ликвидность может быть оценен на уровне 100-120 млрд руб. (мы не учитываем здесь средства, полученные Сбербанком в оплату своих акций от Банка России и от нерезидентов). При этом общий высокий уровень остатков средств на корсчетах и депозитах фиксируемый в последнее время (550-600 млрд руб.) не должен вводить в заблуждение, так как включает в себя все средства, зарезервированные на специальном накопительном счете.

После 29 марта средства, полученные Сбербанком в ходе доэмиссии акций, можно будет учитывать при оценке общего уровня банковской ликвидности. Однако положительное влияние на ликвидность от высвобождения средств от доэмиссии Сбербанка, скорее всего, будет нивелировано последствиями аукционов по продаже активов ЮКОСа, а также довольно агрессивными планами Банка России абсорбировать этот всплеск ликвидности через новые ОБР. 15 марта Банк России предложил участникам рынка новый выпуск ОБР-1. Особенностью ОБР-1 является наличие шестимесячной оферты и почти вдвое больший объем по сравнению с использовавшимися ранее ОБР-2 и ОБР-3.

Осторожно: аукционы ЮКОСа

В связи с проведением аукционов ЮКОСа негативное влияние на рублевую ликвидность наиболее остро будет ощущаться в последнюю декаду марта и первую декаду апреля. Первый аукцион назначен на 27 марта. Начальная цена первого лота, на котором будут реализованы акции Роснефти, составляет 195.5 млрд руб. (USD7.5 млрд). Заявки на участие в аукционе должны быть поданы до 23 марта, и до этой же даты на счета НК ЮКОС должен поступить задаток от каждого участника в размере 39.1 млрд руб. По результатам аукциона в день его проведения подписывается протокол об итогах аукциона. Затем в течение трех рабочих дней между победителем и конкурсным управляющим НК ЮКОС подписывается договор купли-продажи. Окончательные расчеты по договору должны быть осуществлены в течение 14 дней с момента подписания договора купли-продажи.

Для успеха аукциона должно быть не менее двух участников, поэтому объем зарезервированных средств должен составить минимум 78.2 млрд руб. Основным претендентом на выкуп первого лота является сама Роснефть. Скорее всего, задаток компания профинансирует за счет собственных средств, либо с помощью краткосрочного займа, предоставленного одним из госбанков. Если Роснефть станет победителем первого аукциона, средства для окончательных расчетов по приобретению активов ЮКОСа компания привлечет, организовав синдицированный кредит западных банков. Напомним, что предварительные переговоры с международными кредиторами о предоставлении Роснефти кредитной линии до USD24.5 млрд уже состоялись. Скорее всего, организация синдицированного кредита займет две-три недели, и окончательные расчеты по первому лоту не окажут существенного негативного влияния на рублевую ликвидность. Однако дополнительное давление на ставки денежного рынка возможно в период депонирования задатка под участие в аукционе. Согласно регламенту, суммы задатков возвращаются участникам аукциона (кроме победителя) в течение пяти дней с даты его проведения.

Регламент второго аукциона, назначенный на четвертое апреля, почти в точности повторяет условия проведения первого. Начальная цена второго лота составляет 144.8 млрд руб., а объем задатка от одного участника рынка – 28.9 млрд руб. Если учесть, что для успеха этого аукциона в нем также должно быть не менее двух участников, то объем зарезервированных средств должен составить минимум 57.8 млрд руб. В качестве главного претендента на приобретение второго лота, основной которого стали акции НК Газпромнефть (бывшая Сибнефть), рассматривается Газпром. При этом пока нет четкого представления о том, за счет каких источников будет

профинансировано его участие в аукционе. На ситуации с рублевой ликвидностью наиболее негативно, скорее всего, скажется именно необходимость финансирования покупки активов ЮКОСа в ходе второго аукциона. Дело в том, что одновременно с участием в аукционе по продаже активов ЮКОСа Газпром осуществляет расчеты по оплате своей доли в проекте Сахалин-2. Платеж в объеме USD7.45 млрд должен быть осуществлен до 30 марта. Последние заимствования Газпрома на международном рынке капитала составили около USD6.5 млрд (синдицированный кредит в размере USD4.5 млрд + выпуск еврооблигаций на USD2 млрд). Таким образом, с учетом аукциона ЮКОСа Газпрому предстоит определиться с привлечением средств в объеме около USD6.5 млрд или 170 млрд руб. Наиболее простой выход из ситуации – предоставление краткосрочной кредитной линии Сбербанком, который к этому моменту сможет воспользоваться средствами, полученными от доэмиссии акций. Кроме того, поддержку Газпрому могут оказать ВТБ (недавно банк разместил еврооблигации общим объемом около USD2 млрд) и Газпромбанк (планирует выпуск еврооблигаций).

Март: лучше для налогов нет

Помимо всего вышеперечисленного, март также является самым напряженным месяцем с точки зрения налоговых выплат. Дело в том, что для целого ряда из них (в особенности для налога на прибыль) в марте одновременно выплачиваются налоги за месяц, квартал и год. Таким образом, в марте по многим налогам платежи достигнут своих пиковых значений. Согласно нашей модели, объем платежей по налогу на прибыль в марте ожидается в объеме 250 млрд руб. против 82 млрд руб. в феврале. Этот объем платежей является максимальным для данного налога, но с учетом вышеозначенных факторов такой всплеск, происходящий каждый март, кажется нам вполне оправданным. По НДС мы ожидаем платежи в объеме 75 млрд руб. против 72 млрд руб. в феврале, по ЕСН – 119 млрд руб. (в феврале 106 млрд руб.), по акцизам и НДСП – 115 млрд руб. (в феврале 103 млрд руб.). С учетом других основных налогов превышение объема выплат в марте по сравнению с февралем ожидается на уровне 200 млрд руб.

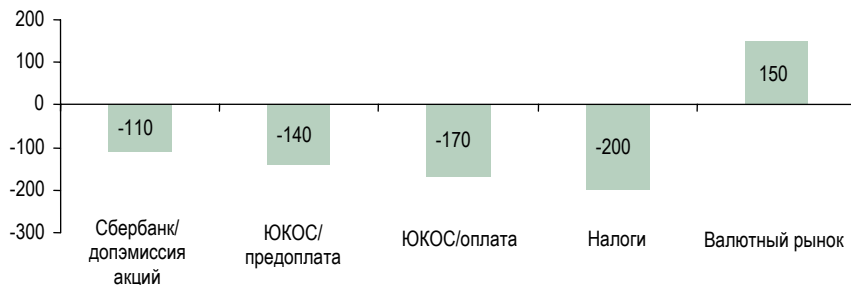
Валютный рынок: последняя отдушина

Несмотря на зафиксированный в начале марта отток спекулятивной ликвидности с рублевого рынка, Банк России продолжал покупать валюту у экспортеров, купив в период с начала месяца по девятое марта около USD3 млрд. Данных за прошедшую неделю пока нет, однако, по нашим оценкам, с понедельника по четверг Банк России выпустил в обращение около 130 млрд руб. в результате покупки иностранной валюты, что очень много для одной неполной недели. Большая часть покупок была произведена в четверг, когда платился ЕСН. Однако значительная часть притока иностранной валюты к обмену на рубли была связана с притоком спекулятивного капитала в условиях укрепления курса рубля и возможности инвестировать на денежном рынке по необычно высоким ставкам.

Что в сухом остатке

Мы попытались представить на одном графике все те факторы, которые, на наш взгляд, влияют на уровень ликвидности в российской финансовой системе и специфичны для марта-апреля 2007 г. Хотелось бы подчеркнуть, что мы специально показываем только ту часть потоков, которая выходит за рамки обычных объемов (например, связанных с бюджетом). Безусловно, некоторые из факторов являются единовременными, а некоторые будут повторяться каждую неделю; мы также понимаем, что почти все они разнесены по времени. Тем не менее, вполне очевидно, что без массированного наращивания продаж валюты ситуация на денежном рынке будет оставаться очень напряженной.

Рисунок 2. Экстраординарные факторы, влияющие на рублевую ликвидность в марте и апреле



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Пока действие большинства этих единовременных факторов не прекратится (мы полагаем, что это произойдет к концу первой декады апреля), ставки на денежном рынке, скорее всего, будут находиться на уровне 4-6%; скачок до 8-10% ожидается 26-28 марта, когда будут выплачиваться особенно высокие в этом месяце налоги – НДС и налог на прибыль. Уровень в 4-6% обусловлен тем, что именно по таким ставкам, на наш взгляд, иностранные инвесторы будут готовы вкладывать средства в рублевый денежный рынок. Главным риском в рамках этого сценария является курс USD/EUR. Если евро начнет снижаться, инвесторы моментально увеличат требуемую доходность, что немедленно приведет к росту ставок на денежном рынке.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собирательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель
аналитического управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

**Начальник отдела анализа
акций**
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

**Заместитель начальника
отдела анализа акций**
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыкова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantushin@rencap.com
Олеся Черданцева

**Организация корпоративных
мероприятий**
+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голуцова
Владислав Носик

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

**Технический анализ, базы данных,
разработка новых продуктов**
+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергнутся риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:
брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000
дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000
депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100