

Страх или Риск?

Что ждет российский долговой рынок в ближайшее время?

Вот уже более месяца мировые финансовые рынки лихорадит. Обострившиеся проблемы на рынке ипотечного кредитования США распространились за пределы страны, побудив многих инвесторов к уходу из активов, считающихся рисковыми, и вызвав глобальный кризис ликвидности. «Бегство» от риска быстро вышло за пределы ипотечного сектора и финансового сектора, охватив и развивающиеся рынки в целом, в том числе и российский. Дополнительным стимулом к выходу из рублевых активов для иностранных инвесторов стало и временное укрепление доллара, вызванное, в основном, использованием US Treasuries в качестве защитного актива.

В результате и на внутреннем рынке появились проблемы с ликвидностью, вызвавшие существенный рост ставок на рынке межбанковского кредитования и вынудившие ЦБ пойти на решительные шаги по поддержанию ликвидности: благодаря проведению масштабных сделок прямого РЕПО, досрочным погашениям и выкупам гос. бумаг, объемы предоставленной ликвидности в отдельные дни достигали 250 млрд. руб.

Риск?

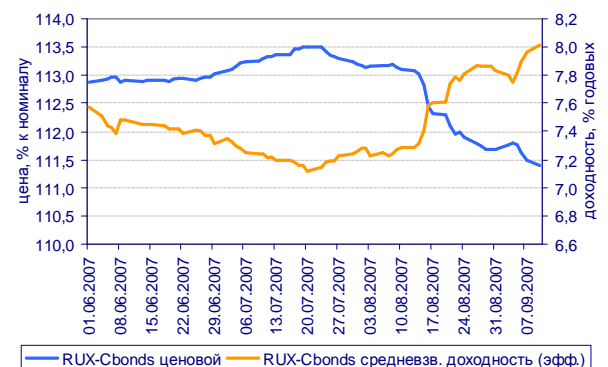
Несмотря на сравнительно сильную коррекцию на российском фондовом рынке, все эксперты сходятся во мнении, что никаких фундаментальных причин, связанных с состоянием экономики страны, для такой коррекции нет. Экономический рост продолжается, обострение борьбы правительства с инфляцией традиционно для конца года, при этом остаются неплохие шансы уложиться в заданный диапазон. Цены на нефть на мировых рынках, от которых сильно зависит наша экономика, находятся на исторических максимумах и резкого их падения в обозримом будущем не планируется.

Таким образом, проблемы вызваны исключительно действиями западных инвесторов, причем в первую спекулятивно настроенной их части. Именно распродажа бумаг такими инвесторами вызвало массовое снижение котировок, а вывод ими денег из страны – сокращение ликвидности. Давление продавцов в настоящее время практически сошло на нет и рынки от восстановления удерживает лишь нехватка свободных денежных средств.

Вслед за удорожанием денег на мировых рынках, выросла их стоимость и внутри России. Так ставки MOSPRIME выросли по сравнению с началом августа в диапазоне от 150 б.п. на полгода до 250 б.п. – на месяц. В настоящее время ставки MOSPRIME на сроки от 1-го до 6-и месяцев практически не отличаются, что говорит о повышенном спросе именно на короткие деньги. Вместе с тем, краткосрочная ликвидность на рынке, в том числе благодаря действиям ЦБ, находится на приемлемом уровне. Об этом свидетельствует тот факт, что среднесдневные остатки на кор.счетах банков в первой декаде сентября по сравнению с первой декадой августа снизились лишь на 6% и на 10% по сравнению с 1-й декадой июля. Указанный рост ставок был вызван преимущественно снижением объемов кредитования других банков крупнейшими участниками рынка, которые с целью минимизации рисков сократили свое присутствие на рынке МБК в связи с удорожанием зарубежного фондирования и нестабильности мировых рынков.

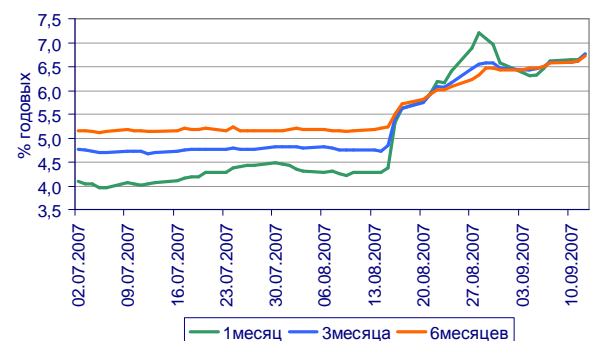
Проведение политики по управлению рисками крупными российскими банками стало одной из причин значительного роста ставок облигаций 2-3 эшелонов. Дело в том, что распродажа рублевых активов нерезидентами коснулась в первую очередь

Динамика индексов облигационного рынка РФ



Источник: ММВБ

Динамика ставок MOSPRIME



Источник: Cbonds

наиболее надежных российских заемщиков, так как облигации некрупных и непрозрачных компаний иностранные инвесторы, как правило, не приобретают. На рынке появилось предложение высококачественных долговых инструментов по привлекательным для российских инвесторов ценам, которые они начали приобретать, зачастую сокращая позиции в бумагах компаний 2-3 эшелонов. При этом, крупные банки сократили лимиты по операциям РЕПО на 2-3 эшелон, как в рамках осуществления политики по управлению рисками, так и для проверки стрессоустойчивости своих контрагентов. Это вынудило менее крупные банки также сокращать позиции в данных бумагах. Основными держателями высокодоходных бумаг являются именно некрупные банки, не имеющие возможность инвестировать в первый эшелон ввиду дорогого фондирования. Причем такие инвесторы зачастую играют со значительным плечом, регулируя собственную ликвидность за счет сделок РЕПО.

Страх!

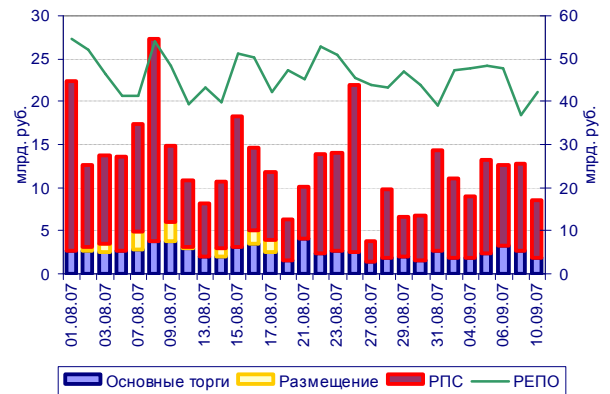
Таким образом, недостаток ликвидности на рынке в настоящее время является следствием осторожного поведения наиболее крупных его участников, не испытывающих особых проблем с ликвидностью, однако придерживающихся ее из-за неопределенности дальнейшего развития ситуации на мировых рынках. Зависимость российского банковского сектора от зарубежного фондирования находится на умеренном уровне и внутренних источников ликвидности достаточно, чтобы обеспечить устойчивость системы. Также непрекращающийся приток сырьевой экспортной выручки и заверения российских властей в готовности предпринять все необходимые меры по обеспечению достаточного уровня ликвидности, свидетельствуют о том, что серьезных реальных проблем со свободными средствами на рынке в обозримом будущем не предвидится.

Говорить о проблемах с более длинными деньгами на рынке на основе существенного снижения уровня депозитов банков в ЦБ, на наш взгляд неверно. Хотя снижение данного показателя за прошедший месяц составило порядка 50%, необходимо обратить внимание на тот факт, что такое снижение началось еще в начале июня этого года, когда никакого кризиса не было. Кроме того, данное снижение происходит с исторических максимумов данного показателя, каких не было ни в 2006 ни в 2005 годах и сейчас уровень депозитов находится на вполне нормальном уровне.

Итак, ситуация на российском долговом рынке, по нашему мнению начнет выправляться как только появится понимание направления дальнейшего движения мирового рынка (независимо от самого направления). Мы считаем, что российский рынок сдерживает выжидательная позиция, занятая крупнейшими его участниками. Это означает, что как только уровень неопределенности снизится, и если не вскрыются массовые проблемы у мелких банков и других участников рынка, можно ожидать ослабления напряженности.

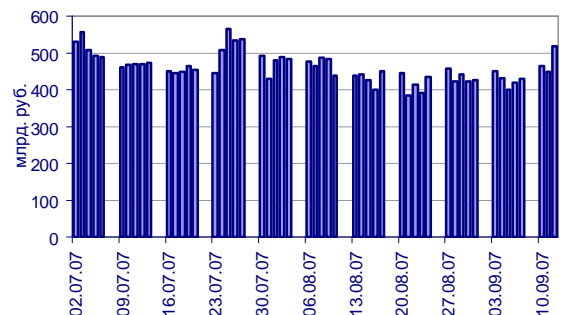
Стабилизацию мировых рынков мы ждем в конце сентября – начале октября, когда ФРС США должна более четко обозначить свою позицию по появившимся проблемам и предложить пути их решения (а также снизить ставку рефинансирования), и когда начнут выходить данные по закрывающемуся в сентябре финансовому году. Следовательно, ослабление напряженности с ликвидностью на внутреннем рынке можно ждать в октябре, так как конец сентября будет традиционно осложнен налоговыми выплатами. Соответственно в октябре возможно возвращение интереса инвесторов к первичному рынку и его постепенное восстановление.

Объемы торгов облигациями на ММВБ



Источник: ММВБ

Динамика остатков средств на корр. счетах банков



Источник: Cbonds

Дирекция корпоративных финансов ИК «Ист Кэпитал»

Управляющий директор	Червов Андрей ACHervov@eastcapital.ru
Управляющий директор	Семенов Алексей ASemenov@eastcapital.ru
Исполнительный директор	Кулак Ростислав RKulak@eastcapital.ru
Директор (организация долговых займов)	Громов Алексей AGromov@eastcapital.ru
Директор (инвестиционное консультирование, слияния и поглощения)	Рожков Дмитрий DRozhkov@eastcapital.ru
Директор (структурирование сделок)	Виричев Антон AVirichev@eastcapital.ru
Аналитика	Степаненко Алексей AStepanenko@eastcapital.ru
	Орешкин Виктор VOreshkin@eastcapital.ru
	Саватеева Анастасия ASavateeva@eastcapital.ru
	Савицкая Анна ASavickaya@eastcapital.ru
Структурирование и сопровождение эмиссий	Шведова Александра AShvedova@eastcapital.ru
	Серова Ольга OSerova@eastcapital.ru
Юридическое консультирование	Скороходов Евгений ESkorohodov@eastcapital.ru



Россия, 125009, Москва,
ул. Краснопресненская, д.18Б
Телефон: +7 495 792 59 57
Факс: +7 495 792 51 19
E-mail: investbank@eastcapital.ru
Internet: www.eastcapital.ru

Управление продаж долговых инструментов

Директор	Рожков Дмитрий Rozhkov@eastcapital.ru
	Сысоева Олеся OSisoeva@eastcapital.ru
	Шихов Юрий YShikhov@eastcapital.ru
	Фролов Димитрий DFrolov@eastcapital.ru
	Матросов Кирилл KMatrosov@eastcapital.ru

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН ОБЩЕСТВОМ С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ ОН СЧЁЛ ДОСТОВЕРНЫМИ И ТОЧНЫМИ, НО ТОЧНОСТЬ ИЛИ ПОЛНОТА КОТОРЫХ НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ГАРАНТИРОВАНА БЕЗ ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА. ИНФОРМАЦИЯ И СУЖДЕНИЯ, СОДЕРЖАЩИЕСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, МОГУТ БЫТЬ ПОДВЕРГНУТЫ ИЗМЕНЕНИЯМ БЕЗ УВЕДОМЛЕНИЯ ОБ ЭТОМ И ПРЕДНАЗНАЧЕНЫ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ. НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ КАКИЕ ЛИБО ЗАЯВЛЕНИЯ, КОГДА-ЛИБО СДЕЛАННЫЕ (УСТНО ИЛИ ИНЫМ ОБРАЗОМ) В СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ДОКУМЕНТОМ, НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ, ПРИГЛАШЕНИЕМ ИЛИ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ ПРИОБРЕСТИ ИЛИ ПРОДАТЬ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ ИЛИ ЗАКЛЮЧИТЬ КАКУЮ-ЛИБО СДЕЛКУ. ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КОНТРАГЕНТАМ РЕКОМЕНДУЕТСЯ ПРОВЕСТИ САМОСТОЯТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ И/ИЛИ ПОЛУЧИТЬ НЕЗАВИСИМЫЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ КОНСУЛЬТАЦИИ И СДЕЛАТЬ СВОИ СОБСТВЕННЫЕ ВЫВОДЫ ОТНОСИТЕЛЬНО ЭКОНОМИЧЕСКИХ ВЫГОД И РИСКОВ ДАННОЙ СДЕЛКИ, А ТАКЖЕ ЮРИДИЧЕСКИХ, НОРМАТИВНЫХ, КРЕДИТНЫХ, НАЛОГОВЫХ И АУДИТОРСКИХ ВОПРОСОВ, ВОЗНИКАЮЩИХ В СВЯЗИ СО СПЕЦИФИКОЙ ИХ СИТУАЦИИ. РАСПРОСТРАНЕНИЕ НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА НЕ ОБЯЗЫВАЕТ ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» ЗАКЛЮЧАТЬ КАКУЮ БЫ ТО НИ БЫЛО СДЕЛКУ. ЛЮБОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ БУДЕТ СДЕЛАНО ПОЗДНЕЕ ПРИ УСЛОВИИ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КОНТРАКТА, НАЛИЧИЯ УДОВЛЕТВОРЯЮЩЕЙ ТРЕБОВАНИЯМ ДОКУМЕНТАЦИИ, А ТАКЖЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ПРЕДЫДУЩИХ СДЕЛОК И СИТУАЦИИ НА РЫНКЕ. ИНФОРМАЦИЯ ОБ ЭМИТЕНТЕ И ПОРУЧИТЕЛЯХ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, БЫЛА ПРЕДОСТАВЛЕНА ЭМИТЕНТОМ И ПОРУЧИТЕЛЯМИ СООТВЕТСТВЕННО. ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» НЕ ДАЁТ НИКАКИХ ГАРАНТИЙ НИ В ОТНОШЕНИИ КАКИХ БЫ ТО НИ БЫЛО ВОПРОСОВ, НИ В ОТНОШЕНИИ ТОЧНОСТИ ИЛИ ПОЛНОТЫ КАКОЙ БЫ ТО НИ БЫЛО ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ ИЛИ КОГДА-ЛИБО ПРЕДОСТАВЛЕННОЙ УСТНО ИЛИ ИНЫМ ОБРАЗОМ В СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ДОКУМЕНТОМ, ПРИ ЭТОМ ПРЯМО ИСКЛЮЧАЕТСЯ КАКАЯ БЫ ТО НИ БЫЛО ОТВЕТСТВЕННОСТЬ (ЗА НЕБРЕЖНОСТЬ ИЛИ ИНОЕ) В ОТНОШЕНИИ ЛЮБЫХ ТАКИХ ВОПРОСОВ ИЛИ ИНФОРМАЦИИ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ СЛУЧАЕВ МОШЕННИЧЕСТВА ИЛИ ПРЕДНАМЕРЕННОГО НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ РАСПРОСТРАНЯЕТСЯ И ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ТЕРРИТОРИИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ.