ХОРОШИЙ бонд ДОРОЖЕ денег

Антонина Тер-Аствацатурова

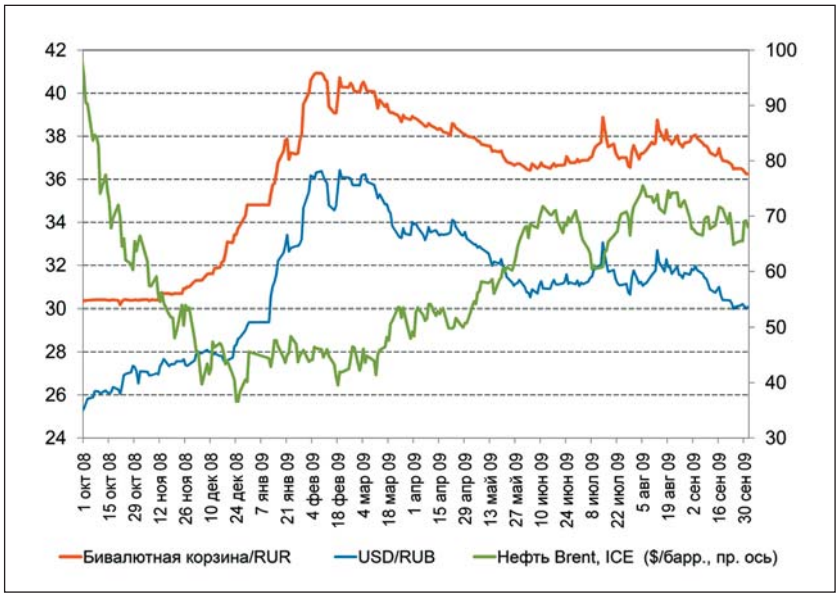
БЕСПРЕЦЕДЕНТНАЯ АКЦИЯ ЦБ ПО СНИЖЕНИЮ КЛЮЧЕВЫХ СТАВОК В СЕНТЯБРЕ НЕ МОГЛА НЕ СПРОВОЦИРОВАТЬ НЕБЫВАЛУЮ АКТИВНОСТЬ УЧАСТНИКОВ ВНУТРЕННЕГО ДОЛГОВОГО РЫНКА. ДОХОДНОСТЬ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПРОДОЛЖИЛА СНИЖАТЬСЯ ЕЩЕ БОЛЕЕ БЫСТРЫМИ ТЕМПАМИ, ЧЕМ В ПОСЛЕДНИЙ МЕСЯЦ ЛЕТА. ПРИ ЭТОМ ПОСТОЯННЫЙ НЕУТОЛЕННЫЙ СПРОС НА НОВОИСПЕЧЕННЫЙ ДОЛГ В ХОДЕ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ НЕ ПЕРЕСТАЕТ НАПОМИНАТЬ О ТОМ, ЧТО КОЛИЧЕСТВО НЕОСВОЕННЫХ РУБЛЕВЫХ РЕСУРСОВ НА РЫНКЕ ПО-ПРЕЖНЕМУ ВЕЛИКО. НОВЫМ СТИМУЛОМ ДЛЯ НЕГО МОЖЕТ ПОСЛУЖИТЬ СВЕЖИЙ ГЛОТОК ЛИКВИДНОСТИ, ДАЛЬНЕЙШЕЕ СНИЖЕНИЕ СТАВОК ПО ИНСТРУМЕНТАМ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ЦБ И СОКРАЩЕНИЕ СТОИМОСТИ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО РИСКА, КОТОРОЕ СТАНЕТ НАЧАЛОМ АКТИВНОГО ВОЗВРАЩЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ НА ЭТОТ РЫНОК.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

Благоприятной атмосфере на финансовых рынках в сентябре, по мнению Анастасии Михарской, старшего аналитика отдела анализа рынка облигаций Банка Москвы, способствовала позитивная макроэкономическая статистика, которая указывает уже не только на достижение дна, но и на формирование восстановительного тренда. Хорошие данные в сентябре выходили в США, Европе и Азии. Зато неприятный сюрприз преподнес опубликованный в Штатах в последние дни сентября действительно слабый отчет по заказам на товары длительного пользования, а также менее значительный, чем ожидалось, рост индекса потребительского доверия.

«Тем не менее, глобальные рынки капитала по-прежнему уверены в том, что в ближайшее время центральные банки не приступят к резкому ужесточению денежно-кредитной политики, а повышение ставок ФРС начнется не ранее чем во втором полугодии 2010 года, — говорит Анастасия Михарская. — Кроме того, очевидно, что регуляторы приложат все усилия, чтобы минимизировать возможный шок от свертывания госпрограмм по стимулированию экономики. Стабилизация финансовых рынков способствует росту инвестиционной активности — повышается объем крупных сделок M&A, растет объем IPO, а рынки долгового капитала, в особенности сегмент корпоративных еврооблигаций, ставят новые рекорды по объемам привлечения средств».

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent





Дмитрий Грицкевич,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк



Анастасия Михарская,
старший аналитик отдела анализа рынка облигаций, Банк Москвы



Дмитрий Власов,
начальник отдела по торговле долговыми инструментами, ФЦ «Инфина»

Однако на фоне доминирующего на мировых рынках настороженного оптимизма макроэкономическая ситуация в России пока дает не слишком много поводов для радости, отмечает Дмитрий Грицкевич, главный аналитик инвестиционного департамента Промсвязьбанка. По данным Минэкономразвития РФ, за 8 месяцев 2009 года снижение ВВП РФ составило 10.2%, за август — 10.5% по сравнению с 9.3% в июле 2009 года (год к году). В результате в годовом исчислении снижение ВВП в августе вновь ускорилось. При этом по итогам года правительство ожидает снижения ВВП на уровне 8%. Остальные показатели (инвестиции, промышленность, грузооборот, строительство, безработица и прочие) свидетельствуют, что ситуация в экономике стабилизируется благодаря накачке банковской системы деньгами. Однако по-прежнему настораживает продолжающееся снижение доходов россиян (снижение в августе на 6.8%) и оборота в розничной торговле (на 9.8%), что будет существенно осложнять устойчивое восстановление экономики страны.

Ускоренными темпами растут расходы бюджета, отмечает Дмитрий Власов, начальник отдела по торговле долговыми инструментами ФЦ «Инфина». В августе было потрачено 909 млрд руб., в июле — 831 млрд руб. в июне — 804 млрд руб. За оставшиеся четыре месяца этого года предстоит потратить 4.1 трлн руб., причем на декабрь придется около 1.5 трлн руб. Такие существенные расходы в относительно короткий промежуток времени могут оказать давление на котировки рубля и привести к росту инфляции в конце года.

Главным событием сентября на денежном рынке стало сразу два этапа снижения процентных ставок ЦБ, комментирует Анастасия Михарская. В первый раз регулятор понизил ставки на 25 б.п., несколько разочаровав инвесторов, ожидавших более решительных мер после публикации данных по инфляции. Но под занавес сентября Банк России «исправился», снизив ключевые ставки уже на 25–75 б.п.

«Столь явно дифференцированное снижение ставок ЦБ проводит впервые, — подчеркивает аналитик Банка Москвы, — ставка рефинансирования снижена на 50 б.п., тогда как ставка однодневного РЕПО — всего на 25 б.п. Более радикально были снижены ставки по коротким РЕПО (7 дней) — теперь такие кредиты стоят столько же, сколько и однодневные. Кроме того, на 75 б.п. доступнее стали ломбардные кредиты на две недели. Все прочие ставки были синхронно снижены на 50 б.п.».

«10% — это наименьший уровень ставки рефинансирования за всю историю Банка России, — говорит Дмитрий Власов. — Есть ожидания, что регулятор продолжит смягчение денежно-кредитной политики до конца года. Первый заместитель председателя Банка России Алексей Улюкаев заявил, что не исключает вероятности снижения процентных ставок в совокупности еще на 100 б.п. к концу декабря. Снижение ставки ЦБ привязывает к низким показателям инфляции».

Тем не менее, первичным для рубля остается не ставка рефинансирования, а цены на нефть, которые в последнее время дают повод для беспокойства, полагает представитель ФЦ «Инфина»: «Черному золоту» пока удается избежать серьезных потерь, и быки не теряют надежд на развитие восходящего движения, но в целом фундаментальные факторы не дают повода для излишнего оптимизма. Есть риски того, что восстановление на финансовых рынках приняло более активный характер, нежели восстановление в реальном секторе экономике, и в условиях сохранения излишка производства и давления на цены со стороны запасов корректировка ожиданий участников рынка относительно перспектив спроса создает потенциал для попыток развития нисходящей коррекции».

На валютном рынке на протяжении всего сентября ситуация складывалась в пользу рубля. Страхи по поводу скорой девальвации национальной валюты сошли на нет, в результате чего бивалютная корзина за месяц укрепилась на 1.6 руб. — до 36.4 руб. (ЦБ 29 сентября даже пришлось купить на внутреннем рынке валюту на сумму около $2 млрд), приводит данные Дмитрий Грицкевич. С другой стороны, по его словам, ситуация с рублевой ликвидностью в сентябре оставалась довольно напряженной: «Однодневный MosPrime большую часть месяца находился на уровне 8% против 6–7% в августе, объем банковской ликвидности (остатки + средства на депозитах в ЦБ) снизился на 27% — до 685 млрд руб.».

По мнению Дмитрия Власова, ситуация осложнялась тем, что денежно-кредитный рынок еще не успел восстановиться после налогового периода августа, когда начались сентябрьские платежи: уплата ЕСН, акцизов и страховых взносов. При этом объем предложения ЦБ на беззалоговых аукционах значительно меньше предстоящих погашений задолженности по этому виду фондирования. Но в то же время Центробанк продолжил активно рефинансировать банки, предоставив в последнюю пятницу сентября в трехдневное РЕПО 248.1 млрд руб. при спросе в 265 млрд руб. Такого объема по этим сделкам не проходило с начала февраля текущего года.

КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

После временного затишья в августе начало осени на рынке облигаций ознаменовалось небывалой активностью. Сейчас рублевые облигации объективно являются одним из наиболее привлекательных источников фондирования для реального сектора. С конца апреля негосударственные эмитенты разместили бонды на сумму около 500 млрд руб., подсчитал Дмитрий Власов. При этом в первом эшелоне доходности с апреля по сентябрь упали почти на 400 б.п. (с 16–17% до 12–13%).

В первый месяц осени доходность рублевых облигаций снижалась еще более быстрыми темпами, чем в августе. По данным Анастасии Михарской, средняя доходность корпоративных облигаций (согласно индексам Банка Москвы BMBI) в сентябре снизилась более чем на 1.5 п.п. — с 15.8% до всего 14%. Средняя доходность «голубых фишек» за период упала на 115 б.п. — с 12.18% до 11.3%. За тот же период снижение доходности менее качественного сегмента корпоративных облигаций — второго эшелона — происходило опережающими темпами: в сентябре ставка снизилась с 18% до 15.26%.

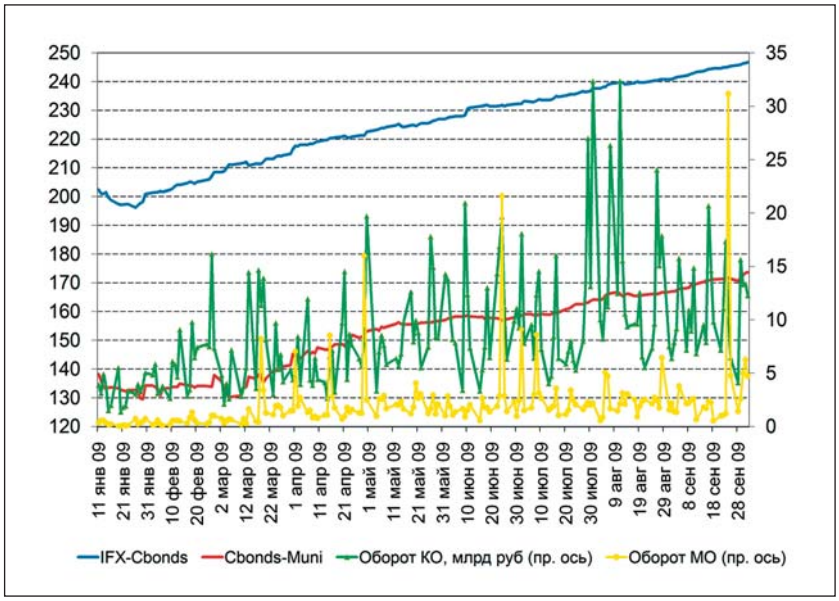
Еще одна любопытная осенняя тенденция — оживление на рынке гособлигаций, сходятся аналитики. Угол наклона кривой доходности государственных облигаций продолжил снижаться, а сама кривая приобретает все более плоскую форму благодаря некоторому снижению цен «коротких» активов и сохраняющемуся спросу на «длинные». Приток рублевой ликвидности, обеспеченный дефицитом федерального бюджета, а также снижение ставок по инструментам ЦБ будут обеспечивать этим бумагам стабильный спрос до конца года со стороны банков, прогнозирует Дмитрий Власов. А если курс рубля будет оставаться стабильным по отношению к бивалютной корзине — то и со стороны нерезидентов.

На фоне триумфального шествия Минфина, разместившего в прошлом месяце впервые с начала кризиса рекордные объемы госбумаг (почти на 100 млрд руб.), успехи корпоративного сектора на первичном рынке выглядят более скромно. Из объема в 102 млрд руб. более 65 млрд руб. пришлось на размещение по закрытой подписке выпуска облигаций «Транснефть-3» объемом 65 млрд руб., подвела итоги Анастасия Михарская. Объем же размещений в корпоративном секторе, где рыночный характер аукциона не вызывает сомнений, составил всего 25.5 млрд руб.

При этом Дмитрий Власов не ожидает, что доходность бумаг первого эшелона будет идти вниз и дальше: «Сейчас спред между кривыми доходности первого эшелона и ОФЗ составляет примерно 100 б.п., и с учетом различий в кредитном качестве эмитентов, а также особенностей налогообложения доходов, полученных от ОФЗ, его дальнейшее сужение не обосновано. Что касается ОФЗ, то доходность этих бумаг в последнее время достигла локального минимума, практически прекратив снижаться».

Принимая во внимание довольно быстрый рост котировок рублевых облигаций, а также начавшуюся коррекцию на внешних рынках, эксперт ФЦ «Инфина» не исключает, что некоторые инвесторы предпочтут сократить свои позиции в облигациях. Тем не менее, значительной коррекции ожидать не стоит, учитывая политику ЦБ по снижению ставок, а также относительно высокий спред над ставками РЕПО, который превышает 350 б.п. даже по бумагам первого эшелона, уверен он.

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



«Рынку явно требуется новый толчок, которым может стать, например, окончание налоговых платежей и связанное с этим увеличение свободной рублевой ликвидности, снижение ставок по инструментам рефинансирования ЦБ или же существенное сокращение стоимости хеджирования валютного риска, которое позволило бы нерезидентам активней участвовать в этом рынке», — заключает Дмитрий Власов.

«Если раньше доходности вторичного рынка облигаций росли за счет внутреннего спроса и снижения процентных ставок, то вскоре у рынка могут появиться новые стимулы для роста, — соглашается с ним Анастасия Михарская. — Дело в том, что стоимость хеджирования валютного риска продолжает постепенно снижаться и на текущий момент составляет около 10 п.п. на год. Значит, вскоре нерезиденты начнут возвращаться на рынок, а blue chips, которые и сейчас выглядят достаточно дорого, вновь станут недоступны для многих участников внутреннего долгового рынка».

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Дмитрий Грицкевич: «Говоря о дальнейших перспективах рынка облигаций, мы бы не хотели предвосхищать мгновенный эффект от снижения ставки ЦБ до 10%. Пока на рынок рублевого долга оказывают давление дорогие деньги, а также негативный внешний фон, выраженный в снижении нефтяных котировок. Кроме того, на рынок давит «навес» первичных размещений, объем которых до конца года, по самым скромным подсчетам, может достигать 150–200 млрд руб. Вместе с тем, в течение ближайших двух недель стоит ожидать нормализации ситуации, после чего на рынок вернутся активные покупки. В этой ситуации мы рекомендуем, в первую очередь, короткие выпуски первого-второго эшелонов — в частности, «МТС-3», «ВымпелКом-1», «Москва-41», короткие выпуски «ЛУКОЙЛА» и прочие».

Анастасия Михарская: «Недооцененных бумаг на вторичном рынке остается все меньше. Как правило, апсайд сохраняют размещенные в последние месяцы облигации, например «МТС-5» и «Система-2», спред за высокую дюрацию которых к кривой мобильных операторов выглядит неадекватно широким.

Наши основные рекомендации инвесторам — участвовать в первичных размещениях, искать бумаги эмитентов, которые предложат наиболее выгодные условия, пытаясь оставить облигации в рынке в ходе оферт. В октябре такую нетривиальную задачу предстоит решить многим банкам — ХКФ Банку, «Ренессанс Капиталу», «Русскому Стандарту», Россельхозбанку. Мы также по-прежнему с нетерпением ждем появления на сцене первичного рынка первых представителей крепкого третьего эшелона, компаний формата «Синергия» и «Виктория».

Дмитрий Власов: «Я не уверен, что начало следующего месяца ознаменуется новым витком снижения доходности. Во-первых, коррекция на мировых фондовых рынках и снижение цен на нефть увеличивают шансы того, что цена бивалютной корзины может еще раз сходить наверх, а это, в свою очередь, означает если не коррекцию на рынке облигаций, то, по крайней мере, серьезное уменьшение торговой активности.

Во-вторых, спреды между доходностью первого и второго эшелонов и ОФЗ сейчас находятся на минимальных обоснованных уровнях. Например, спред между первым эшелоном и ОФЗ составляет примерно 100 б.п., что выглядит справедливо с учетом наличия у бумаг первого эшелона кредитного риска, а также различий в налогообложении.

В третьих, снижение доходности ОФЗ, похоже, уперлось в стоимость фондирования. Если короткие ставки по-прежнему обеспечивают положительное carry, например ставки однодневного РЕПО остаются ниже 8%, то стоимость более длинных денег не столь низка. Например, MosPrime 3M в последнее время находится в районе 10.9%, годовой NDF — 10.3%. Плюс к тому, не стоит забывать о большом объеме первичного предложения со стороны Минфина. Для того чтобы доходность рублевых облигаций пошла на очередной круг снижения, рынку нужна серьезная «встряска» в виде, например, резкого укрепления рубля или снижения стоимости хеджирования валютного риска.

На рублевом рынке я обращаю внимание на готовящуюся серию размещений сразу трех компаний — НЛМК, ММК и «Мечел», из которых лишь последняя пока объявила ориентировочный диапазон ставки купона 15.5–16.5%, что кажется мне привлекательным.

Самой безопасной стратегией на рынке рублевых бондов сейчас, на мой взгляд, является участие в первичных аукционах (благо последних будет предостаточно в ближайшей перспективе, объем бумаг ожидается свыше 100 млрд руб.). Из наиболее значимых отметим ФСК ЕЭС (50 млрд руб.), Нижегородскую область (3 млрд руб.), ЮТК (10 млрд руб. в виде семи займов), «Новатек» (30 млрд руб.). Все они ожидаются текущей осенью».