У нас СИЕСТА!

Антонина Тер-Аствацатурова

НЕЖДАННАЯ НОЯБРЬСКАЯ «СТУЖА» СМОГЛА НЕМНОГО ОХЛАДИТЬ ПЫЛ РАЗГОРЯЧЕННЫХ МНОГОМЕСЯЧНЫМ РАЛЛИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ВНУТРЕННЕГО ДОЛГА, И В РОССИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЯХ НАСТУПИЛ ОЧЕРЕДНОЙ ПЕРИОД ВЫНУЖДЕННОГО СПОКОЙСТВИЯ. ПЕРЕЖИТЬ ДЕКАБРЬ РУБЛЕВОМУ РЫНКУ УДАСТСЯ ОТНОСИТЕЛЬНО КОМФОРТНО, УБЕЖДЕНЫ ЭКСПЕРТЫ CBONDS REVIEW, ОН ПРОЙДЕТ ЗА СПОРАМИ О ТОМ, РЕШИТСЯ ЛИ ЦБ НА ОЧЕРЕДНОЕ ПРЕДНОВОГОДНЕЕ СНИЖЕНИЕ СТАВКИ И ЧТО ПОСЛЕДУЕТ ЗА ПЕРИОДОМ КОРРЕКЦИИ: ДАЛЬНЕЙШЕЕ СНИЖЕНИЕ ИЛИ НАЧАВШИЙСЯ РОСТ ДОХОДНОСТИ НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ БУМАГ. ПОКА ЧТО ИНВЕСТОРЫ СНОВА БУДУ ИСКАТЬ УСПОКОЕНИЯ В ПОКУПКАХ БОЛЕЕ КОРОТКИХ ВЫПУСКОВ НА ПЕРВИЧКЕ ПРИ НАЛИЧИИ ОБЯЗАТЕЛЬНОЙ «ПРЕМИИ» К ТЕКУЩИМ СТАВКАМ ВТОРИЧНОГО РЫНКА И ВЫСОКОГО КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА ЭМИТЕНТА.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

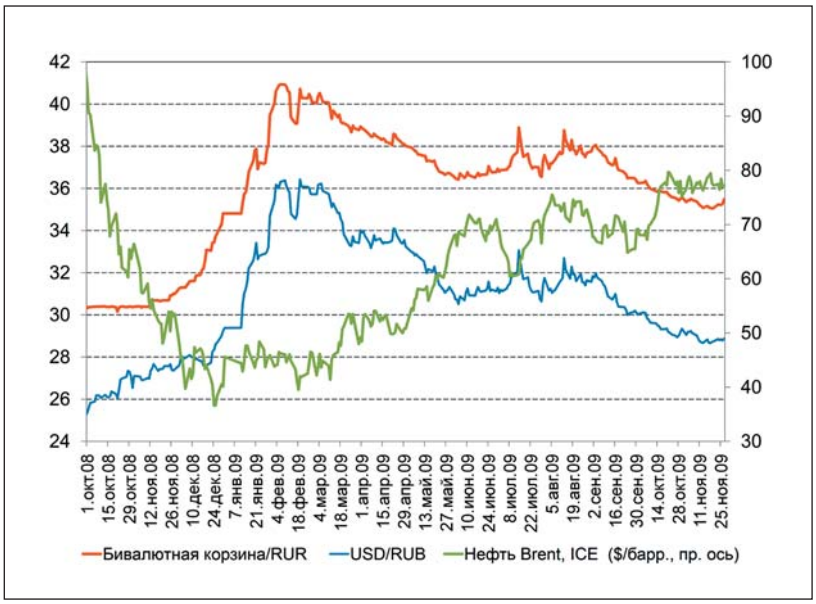
Ключевым фактором продолжившегося в ноябре роста рынка, по мнению Тимура Галеева, старшего аналитика банка «Спурт», стала проводимая ФРС политика сверхдешевых денег: «Однако сами по себе ультранизкие ставки вряд ли стали бы источником наблюдавшейся в течение месяца на рынке эйфории, если бы американская экономика, а вслед за ней экономики Европы и Азии не стали подавать признаки восстановления».

Приток капитала на рынки развивающихся стран, в том числе России, способствует укреплению местных валют. Попытки национальных банков сгладить это укрепление путем покупки долларов приводят к еще большему притоку ликвидности.

Слабый потребительский спрос и достаточно низкий уровень инфляции (за десять месяцев 2009 года цены в РФ выросли на 8.1% по сравнению с 11.6% годом ранее) позволили Банку России продолжить курс на снижение ставки по операциям прямого РЕПО (в ноябре она была снижена на очередные 50 б.п. до 8%). Таким образом, были созданы все условия для продолжения ралли на рынке рублевых долгов, отмечает Тимур Галеев.

Между тем, по оценкам Владимира Малиновского, начальника управления анализа долговых рынков ИБ «ОТКРЫТИЕ», интерес инвесторов к риску по всему миру, в том числе и в России, все же несколько поутих. Этому способствовали, в том числе, обсуждаемые финансовыми властями мировых держав планы по постепенному сокращению программ поддержки финансового рынка и отсутствие положительной динамики в возобновлении кредитования реального сектора. Кроме того, под конец месяца масла в огонь подлило банкротство государственной компании Дубая, которое показало, что негативные последствия кризиса еще не исчерпаны и агрессивно формировать рисковую позицию опасно.

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent

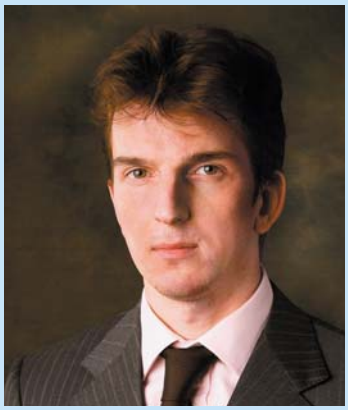


Однако ожидать радикального разворота российского рынка под влиянием всех перечисленных факторов и «дубайского стресса» в частности все же не стоит, сходятся во мнении аналитики. «Слишком многие заинтересованы в том, чтобы сильной коррекции не произошло, — рассуждает Владимир Малиновский. — Во-первых, в условиях когда прямое кредитование предприятий так и не возобновилось, облигационный рынок остается практически единственным средством «рыночного» привлечения ресурсов для многих компаний под приемлемые ставки. Во-вторых, достаточно крупные позиции на нем за последнее время сформировали государственные банки, которым отрицательная переоценка под конец года абсолютно не нужна. Кроме того, возможность рефинансирования в ЦБ позволяет получать приемлемую маржу и при текущем уровне доходности на долговом рынке, меры же ЦБ по ограничению ликвидности не столь радикальны. Что касается прошедших недавно продаж облигаций, то, возможно, они связаны с желанием нерезидентов закрыть финансовый год с максимально чистыми балансами, показав полученную прибыль, а не вложения в корпоративные долги стран emerging markets. Это также отразилось и на курсе рубля к корзине. Вместе с тем, считаем вполне вероятным, что капитал может вернуться с началом нового года, вызвав дополнительный спрос на бонды».

Позитивные прогнозы до конца года в случае сохранения положительного внешнего фона дает и Тимур Галеев. «Основные игроки на рынке рублевых облигаций — российские банки. Они уже неплохо заработали на сужении спредов доходностей бумаг, входящих в Ломбардный список, к ставке по операциям прямого РЕПО с ЦБ и, вероятно, не против заработать еще и в декабре. Декабрь, к тому же, месяц традиционного всплеска уровня банковской ликвидности за счет остатков непотраченных за год бюджетных средств», — подчеркивает он.



Владимир Малиновский,
начальник управления анализа долговых рынков, ИБ «ОТКРЫТИЕ»



Никита Гусаков,
начальник отдела организации выпусков рублевых облигаций, Ситибанк



Александр Ермак,
заместитель начальника управления, главный аналитик долговых рынков, БК «РЕГИОН»



Тимур Галеев,
старший аналитик, банк «Спурт»

КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Если в целом по итогам месяца позитивная динамика цен рублевых облигаций сохранилась, то темпы этого роста снизились в два-три раза по сравнению с предыдущими двумя месяцами, отмечает Александр Ермак, заместитель начальника управления, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН». В качестве одной из ключевых причин такого снижения он называет существенное сокращение в предыдущие месяцы спредов между ставками кредитования банков со стороны ЦБ и доходностью государственных и корпоративных облигаций первого эшелона. Кроме того, конъюнктура вторичного рынка рублевых облигаций во многом определялась ситуацией на валютном рынке, где в середине прошедшего месяца уверенное укрепление рубля было остановлено и в дальнейшем наблюдалось его плавное снижение на фоне некоторого укрепления доллара ко всем основным мировым валютам. Лишь в середине последней декады прошедшего месяца на фоне выхода очередных статистических данных возобновились разговоры о слабости доллара, а курс евро даже смог преодолеть рубеж в $1.51. Однако его дальнейший рост был остановлен «дубайским заявлением» о желании реструктуризировать долговые обязательства госкорпораций эмирата.

После сообщения о дубайском «дефолте» падение цен на рублевом долговом рынке достигало 1.5–2.5% с максимумов по наиболее ликвидным и долгосрочным облигациям (таким, как «Москва-62», «РЖД-10»). «В последние дни ноября падение по большей части выпусков было частично отыграно, однако говорить о восстановлении повышательных тенденций пока не приходится. На фоне падения цен длинных бумаг более уверенно вели себя краткосрочные

Мнение



Денис Гусев,
начальник управления
ценных бумаг,
НК Банк

Прошло не так уж много времени с начала кризиса, но складывается ощущение, что инвесторы решили за красивым фасадом не замечать достаточно серьезных проблем. Если отвлечься от событий последних месяцев и взять срез кривых доходностей, то, на первый взгляд, рынок долга выглядит практически хрестоматийно. Восходящая кривая доходности бумаг высококлассных заемщиков фактически вернулась на докризисный уровень, на рынке доминируют облигации первого-второго эшелона с рейтингами и логичным позиционированием выпусков относительно друг друга. По немногочисленным бумагам третьего эшелона сохраняются громадные спреды к первому.

Правда, за скобками остается тот факт, что большинство эмитентов бумаг третьего эшелона либо уже успели объявить дефолт или реструктуризацию, заодно полностью дискредитировав практически всю явную и неявную инфраструктуру рынка (оферты, поручительства, гарантии, комфортные письма, понятийную проекцию кредитного риска на «сильного акционера», рейтинги и так далее), либо успешно прошли оферты и погашения, но пока не имеют возможности вернуться на рынок.

Все это наблюдается на фоне положительных реальных ставок: доходности длинных ОФЗ и первого эшелона находятся на уровне официальной инфляции и все еще превышают ставки ЦБ. Тем не менее, сама по себе модель рынка представляется несколько искусственной и порочной, что несет определенные угрозы в будущем.

Общую радужную картину, как обычно, портят детали: 1) вынужденная необходимость банков увеличивать вложения в ценные бумаги; 2) структура вложений с явным доминированием ломбардных бумаг, которые полностью забирают все ресурсы банков.

Если посмотреть на структуру активов и прибыли банковской системы на конец сентября, то ясно, что основной вклад был обеспечен за счет увеличения портфеля ценных бумаг. Сделано это было во многом вынужденно.

Во-первых, заработанная в 2008 году прибыль позволила банкам зафиксировать убытки по ценным бумагам (продать портфель) и при этом остаться прибыльными по итогам года. В принципе, фиксация убытков себя оправдала — у большинства фининститутов, которые приняли это волевое решение, проблем с капиталом в начале года не наблюдалось. Тогда как у отдельных (даже крупнейших) банков наследие 2008 года в виде отрицательной переоценки по сохраненному портфелю ценных бумаг вместе с уменьшающими капитал резервами по кредитному портфелю сделало общую финансовую картину достаточно мрачной. С другой стороны, обратный вход в ценные бумаги на низких уровнях был единственным способом для банков каким-то образом инвестировать полученные от ЦБ короткие и достаточно дорогие беззалоговые (залоговые) деньги. В начале года, даже с учетом девальвационных ожиданий и продолжающегося кризиса, доходность по многим качественным бумагам выглядела неадекватно высокой — например, по апрельскому рублевому евробонду ВТБ можно было заработать порядка 50–60% годовых. А по бумагам менее надежных имен порой наблюдалась и трехзначная доходность. Именно это позволило банкам, оперируя короткими деньгами, получить необходимую норму доходности для компенсации резко снизившейся маржи от основного бизнеса — кредитования.

Во-вторых, паническая психология вкладчиков в начале года на девальвационных ожиданиях привела к массовому уходу в доллар, отчего резко выросли валютные остатки на корсчетах. Хоть ЦБ со своей стороны и рекомендовал воздержаться от спекулятивных покупок евробондов, дабы соблюсти баланс иностранных активов и пассивов, судя по отчетности банков, они не устояли перед соблазном заработать на обесценившихся фактически в два раза бумагах. Тем более что подавляющее большинство из них просто стали жертвами ликвидации позиций нерезидентами, тогда как кредитное качество эмитентов оставалось удовлетворительным.

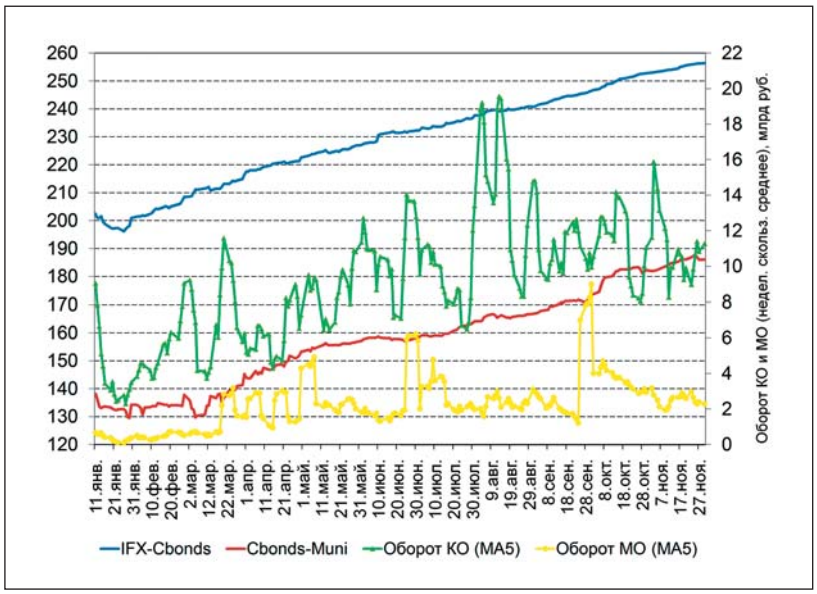
На этом фоне, как мне кажется, стагнация кредитных портфелей, полное игнорирование бумаг второго-третьего эшелона и массовые вложения банков в ломбардные рублевые бумаги обусловлены не только волной реструктуризаций и дефолтов, но и общей структурой пассивов банков.

Классическое банковское кредитование трансформировалось в несколько извращенную форму: происходит фактически прямая эмиссия ЦБ в пользу крупнейших корпораций через выкуп банками ломбардных бондов. Пока это устраивает всех: государство почти гарантированно доставляет деньги системообразующим предприятиям из реального сектора и при этом снимает с себя большую часть кредитных рисков. Корпорации получают более-менее длинные деньги, а банковская система — возможность генерировать прибыль без существенного ухудшения своей ликвидной позиции. Очевидный минус — доходности на рынке сейчас уже вернулись на докризисные уровни, тогда как доступ к длинным деньгам все еще ограничен — в долгосрочной перспективе эта схема работает только для системообразующих компаний и крупнейших банков.

Если более детально рассмотреть отчет по банковской системе за 9 месяцев, то картина становится еще менее радужной. Согласно ему, активы банковской системы выросли только на 0.6% (на 80% за счет роста портфеля ценных бумаг) при том, что кредитный портфель стагнировал, то есть не было динамики роста и сокращений (высвобождения ликвидности). На этом фоне средства корпоративных клиентов на счетах увеличились только на 6% против 27% в 2008 году, а депозиты физлиц — почти на 13%, что соизмеримо с ростом вкладов в 2008 году. При этом объем заимствований в ЦБ с начала года снизился с 3 370 млрд руб. до 1 589 млрд руб. Из этой суммы на беззалоговые кредиты на отчетную дату приходится всего 233 млрд руб., а остальная задолженность — на РЕПО, ломбардные кредиты и залог активов.

Абсолютные цифры показывают, что за девять месяцев банки вернули ЦБ 1 781 млрд руб. и увеличили суммарные портфели по ценным бумагам на 1 270 млрд руб., тогда как более-менее долгосрочные пассивы (депозиты

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



(с дюрацией от одного-двух лет и меньше) выпуски, цены которых снижались меньшими темпами и фактически вернулись на прежние уровни», — подчеркивает Александр Ермак.

По оценкам БК «РЕГИОН», объем размещений на первичном рынке составил более 127 млрд руб., что оказалось несколько ниже (на 4 млрд руб.) максимального объема, размещенного в июне этого года. Правда, 60 млрд руб. пришлось на «нерыночное» размещение двух выпусков «Атомэнергопрома». Активно размещать рублевые облигации продолжили металлургические компании, которые спешат воспользоваться благоприятной конъюнктурой рынка для рефинансирования более дорогих банковских кредитов, дополняет Никита Гусаков. Причем ряд металлургов («Мечел», НЛМК) выходит на рынок уже во второй раз.

более 30 дней) обеспечили ресурсную базу на сумму только порядка 1 370 млрд руб. В результате, за счет сокращения ликвидных средств (на корсчетах, кассе, в РКЦ) на общую сумму около 1.5 трлн руб. банки расплатились с ЦБ, а львиная доля средств от депозитов была инвестирована в ломбардные облигации и евробонды, тогда как возможностей кредитовать хватило только на ограниченное число якорных клиентов. Такая структура активов, очевидно, отражает девальвационные ожидания начала года вкупе с необходимостью поддерживать подушку ликвидности, так как доступа к «оптовым» рынкам капитала у подавляющего числа кредитных организаций пока нет. Таким образом, скудное кредитование реального сектора за пределами Ломбардного списка (неважно, прямое кредитование или покупка бондов) — не столько вопрос предпочтений банков, сколько отсутствия у них возможностей и ресурсов. Более того, получается замкнутый круг: средние и мелкие банки не имеют доступа к длинным деньгам на рынках капитала для дальнейшего эффективного кредитования и рефинансирования своих клиентов, а снизившиеся прибыли корпораций, в свою очередь, ограничивают приток депозитов. На этом фоне возросшая волатильность фондовых рынков и кардинально снизившиеся уровни доходностей облигаций в следующем году могут уже не позволить компенсировать давление на капитал со стороны роста резервов от стагнирующих кредитных портфелей. То есть для генерирования прибыли на доступных «коротких деньгах» уже в ближайшей перспективе банки будут вынуждены отказаться от простой стратегии buy&hold на бондах и опять начнут расширять спекулятивные операции с ценными бумагами, заодно увеличивая и объемы краткосрочного междилерского кредитования. В первую очередь это будет проявляться в наиболее безопасном (рефинансируемом) сегменте — ломбардных бондах/бумагах первого эшелона. На слабо рефинансируемый второй-третий эшелон заемщиков денег опять не хватит, а рынок облигаций будет фактически полностью зависеть от действий монетарных властей. При такой схеме жизнеспособными на длинном горизонте видится достаточно ограниченное число банков и корпораций.

В то же время, признаки закручивания вынужденных спекулятивных операций уже присутствуют. Например, судя по торговой системе, не самые крупные банки абсолютно спокойно покупают полугодовые векселя госбанков под ~9–10% в расчете на дальнейшее снижение ставок, при том что собственная стоимость сопоставимых по срочности депозитов у них начинается с 11.5–12%. Это значит, что убытков по операциям удастся избежать только в двух случаях: либо продолжится рост рынка, либо векселя будут использоваться в одном из нижних слоев пирамиды РЕПО. Обе предпосылки как минимум несут рыночные риски. С другой стороны, один из крупнейших игроков на рынке не так давно вновь открыл лимит по краткосрочному РЕПО по бумагам первого эшелона на сумму, равную 70% собственного капитала банка. Восстановление кредитных линий безусловно радует, но объем несколько настораживает. Если примерно такие же пропорции были предложены и другим участникам рынка, то это говорит о наличии очень большого доступного плеча на рынке за пределами ЦБ, а ведь именно сбой в пирамиде РЕПО стал триггером для коллапса прошлого года. С учетом навеса из короткой сверхликвидности, эти тенденции будут только усиливаться и, вероятнее всего, мы опять придем к отрицательным реальным ставкам. Если же убрать интерес трейдеров, которые, как правило, работают на коротком горизонте (от бонуса к бонусу), то сама по себе модель рынка бондов сейчас не выглядит ни устойчивой, ни эффективной.

Таким образом, можно констатировать, что сами по себе перспективы долгового рынка пока достаточно оптимистичные, но уверенно в этой системе могут себя чувствовать только sell-side инвестбанкиры и крупнейшие игроки, тогда как основной костяк банков и корпораций в следующем году будет продолжать находиться на «военном положении», в ситуации недостатка инвестиционных идей. Основная проблема — это отсутствие доступа к длинному фондированию, имеющему адекватную стоимость. Если директивно открыть рынки капитала для средних банков и корпораций нельзя, то им остается просто ждать дальнейшей нормализации мировых рынков.

По словам Александра Ермака, участие лишь в части «рыночных размещений» оказалось весьма удачным для инвесторов. Так, например, облигации НЛМК БО-5, ЕАБР, Красноярского края торговались на вторичном рынке на 1.0–2.0 п.п. выше номинала. Выше номинала заключались «форвардные» сделки и по облигациям РОСБАНКА и Россельхозбанка, в то время как размещенные ниже прогнозных ставок биржевые облигации ММК, «Мечела», УРСИ не продемонстрировали существенного роста цен на вторичном рынке.

В ноябре продолжился рост спроса на рублевые активы со стороны нерезидентов, подводят итоги аналитики. «В связи с сохраняющимся значительным дифференциалом ставок на рублевом и долларовом рынке для инвесторов по-прежнему привлекательна игра в carry trade. Кроме того, многие иностранные инвесторы ожидают дальнейшего ослабления доллара против валют развивающихся стран и видят потенциал снижения рублевых ставок в перспективе. Уровни NDF достигли в середине ноября своих минимальных значений с начала кризиса. Конечно, участие иностранцев в первичных размещениях еще далеко от докризисных объемов, однако в некоторых выпусках, традиционно пользующихся популярностью у зарубежных инвесторов (например, размещение Россельхозбанка), их вклад был достаточно заметным», — полагает Никита Гусаков.

В декабре, по мнению Александра Ермака, на конъюнктуру рынка рублевых облигаций ключевое влияние будут оказывать несколько факторов. Неопределенность на валютном рынке (как показала реакция рубля на «дубайский» стресс) в первый месяц зимы может усилиться, учитывая приток рублевой ликвидности в конце года из бюджета. «Мы не исключаем, что до конца года ставка рефинансирования может быть снижена еще на 0.25–0.5 п.п., несмотря на очевидный рост инфляции в ноябре, так как главной задачей данных действий Банк России называет «сокращение спредов между процентными ставками на внутреннем и мировых рынках с целью снижения давления спекулятивного капитала на рубль, — прогнозирует Александр Ермак. — Тем не менее, даже в случае снижения ставки рефинансирования влияние этого фактора на рублевые облигации в декабре будет достаточно ограниченным, так как в краткосрочном сегменте (с дюрацией до трех лет) государственных и качественных корпоративных и муниципальных бумаг ставки уже достаточно низкие и не превышают в среднем 7–8% и 8–9.5% годовых соответственно. Покупка более длинных выпусков на текущий момент представляется нам крайне рискованной. Участие инвесторов в размещении на первичном рынке будет более осторожным после динамики цен ряда новых выпусков в ноябре на вторичном рынке. На первый план, определяющий желание инвесторов принимать участие в размещении, вновь выйдут срок до погашения или оферты, наличие премии к текущим ставкам вторичного рынка и кредитное качество эмитента».

Никита Гусаков ожидает, что ЦБ возьмет паузу в снижении ставок в декабре и продолжит эту политику в первом квартале 2010 г. при условии сохранения низких темпов инфляции. При этом, помимо действий ЦБ, на рынок будет оказывать влияние спрос со стороны иностранных инвесторов, который, по мнению представителя Ситибанка, активизируется после новогодних праздников. Соответственно, он ожидает новый виток снижения доходности рублевых облигаций в первом квартале.

Говоря об актуальных в декабре инвестиционных стратегиях, Тимур Галеев подчеркивает, что объем бумаг, принимаемых Банком России в качестве обеспечения по операциям прямого РЕПО, составляющий 61% (!) от общего объема находящихся в обращении корпоративных и субфедеральных облигаций, оставляет игрокам достаточно большую свободу выбора инвестиций. Таким образом, идея игры на сужении спреда доходностей облигаций, входящих в Ломбардный список, к ставке ЦБ остается проверенной и одной из наиболее актуальных в уходящем году. «Многие эмитенты запланировали на декабрь свои первичные размещения, в том числе и те, чьи облигации потенциально могут войти в «заветный» Ломбардный список ЦБ: РЖД, ВБД, «Северсталь», МДМ, ВТБ 24 и «ВТБ-Лизинг». Тем инвесторам, кто рассчитывает на предоставление эмитентами премии на первичном рынке, имеет смысл поучаствовать в этих размещениях», — рекомендует аналитик банка «Спурт».

«Станет ли коррекция в конце ноября лишь более продолжительный паузой перед новым рывком или, может, «горячие головы» придут в себя, соотнесут текущие ставки на рынке с макроэкономической ситуацией и за этим, например, последует более глубокий рост доходности — вот основная развилка для событий на ближайшие месяцы, — заключает Владимир Малиновский. — Пока мы сохраняем умеренно позитивный прогноз развития ситуации до конца 2009 года и на январь-февраль 2010 года. Однако с гораздо большей осторожностью смотрим на предстоящую весну, опасаясь массового сдутия образовавшихся на всех фондовых рынках пузырей».