

СТАВКИ сделаны

Константин Васильев

НЕСМОТЯ НА ВСЕ ОПАСЕНИЯ ИНВЕСТБАНКИРОВ, ДОЛГОВОЙ РЫНОК В АПРЕЛЕ ПРОДОЛЖИЛ РАСТИ. ПОДДЕРЖКУ ЕМУ ОКАЗАЛИ ПРОДОЛЖАЮЩЕЕСЯ УКРЕПЛЕНИЯ КУРСА РУБЛЯ, ОТНОСИТЕЛЬНО СТАБИЛЬНЫЕ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ И ДЕЙСТВИЯ ЦБ РФ, СНИЗИВШЕГО СТАВКУ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ НА 50 Б.П. ТЕМ НЕ МЕНЕЕ, ОСТАЮТСЯ СЕРЬЕЗНЫЕ ПОВОДЫ ДЛЯ БЕСПОКОЙСТВА: ОЖИДАНИЯ ЗАМЕДЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ СТРАНЫ И РЕЗКОЕ СНИЖЕНИЕ ОБЪЕМА РЕЗЕРВНОГО ФОНДА.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

«Ставки снижены, ставок больше нет», — комментирует снижение ставок ЦБ Александра Евтифьева, старший экономист «ВТБ Капитал». «24 апреля, вполне возможно, войдет в историю российского экономического кризиса 2008-200(?) годов как переломный момент. ЦБ поменял курс. После более чем года повышения процентных ставок и практически полного «высыхания» рублевой ликвидности в январе-феврале этого года для предотвращения дальнейшей девальвации рубля, основные кредитные ставки были снижены на 50 б.п. Поводом к повороту стало удачное или не очень стечение трех обстоятельств.

Во-первых, отсутствие плохих новостей с развитых рынков, а точнее, робкая надежда инвесторов на скорое восстановление глобальной экономики. На волне оптимизма на российский фондовый рынок стал поступать иностранный капитал (по данным EPRF, с середины марта фонды, ориентированные на Россию, инвестировали почти \$0.5 млрд), цены на нефть стабилизировались, и ЦБ даже пришлось проводить интервенции на валютном рынке, дабы не позволить рублю укрепляться.

Второй важной причиной изменения курса ЦБ стали обескураживающие данные (оценка Министерства экономического развития) по ВВП за первый квартал 2009 г. Возможное падение деловой активности на 9.5% в годовом исчислении показало, что правительству и Центральному банку больше нельзя медлить с антикризисной поддержкой экономики.

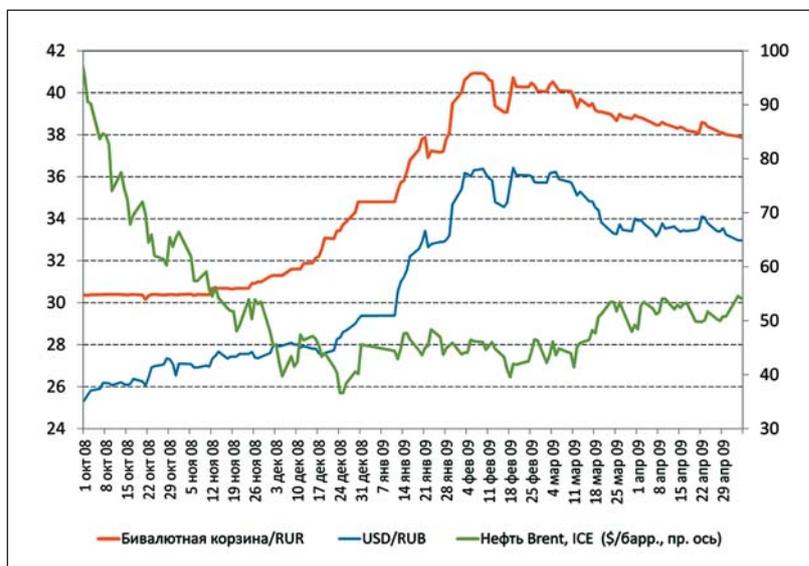
И наконец, инфляция начала замедляться. Росстат опубликовал обнадеживающую оценку инфляции в апреле (0.7%), которая транслируется в 13.3% годовых (существенно ниже, чем 14.0% в марте). Глубоко

отрицательный рост денежной массы, падение внутреннего спроса и замедление инфляции цен импортных товаров в связи с прекращением обесценивания рубля, скорее всего, будут способствовать дальнейшему снижению инфляции.

Наиболее вероятным сценарием представляется дальнейшее снижение ставок ЦБ, особенно после привязки ставок по кредитам банков, получивших государственную поддержку, к ставке рефинансирования. Последнее, на наш взгляд, как и любое принудительное регулирование цен, искажает экономические стимулы и является не самым оптимальным способом увеличения эффективности политики процентных ставок».

Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА, не склонна переоценивать значение снижения ставки ЦБ: «Факт снижения ставки рефинансирования нашел позитивный резонанс на денежном рынке, однако с точки зрения «ослабления» существующего кредитного бремени для корпоративных заемщиков пока работает слабо. Банки довольно жестко настроены в отношении формирования рискованных премий и не собираются сокращать стоимость заимствования для заемщиков, чей кредитный профиль не внушает им доверия. Как мы полагаем, при такой ситуации не обойдется без каких-то

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



директивных мер со стороны регуляторов, в противном случае вероятность обострения проблемы массовых неплатежей весьма велика».

Низких ставок недостаточно для того, чтобы «перезапустить» кредитование, соглашается Александра Евтифьева: «В первую очередь необходимо создать механизм очистки банковской системы от плохих активов и снизить макроэкономические риски. Пока же государство готово только рекапитализировать банки, не выкупая плохие долги. Макроэкономическая стабильность, безусловно, зависит от внешнего фона, но государство могло бы более активно предоставлять гарантии предприятиям, снижая кредитные риски. Основным «российским» риском для установившегося макроэкономического баланса может стать бюджетный дефицит, превышающий 8% ВВП, так как в этом случае его финансирование из Резервного фонда будет инфляционным».

Относительно дальнейших действий ЦБ Екатерина Леонова, аналитик по рынку облигаций Альфа-Банка, отмечает следующее: «Несмотря на то что ЦБ ограничился снижением ставки всего на 50 б.п., это было вдвое ниже ожиданий рынка. Банки ожидают, что это лишь начало курса на ослабление денежно-кредитной политики и ждут дальнейших шагов в этом направлении. Вместе с тем, мы бы не были столь оптимистичны в своих ожиданиях. Возобновление девальвационного давления на курс рубля и новый виток роста просроченных кредитов на балансах банков способны поставить крест на этой тенденции. В связи с этим наши прогнозы более осторожны — до середины лета ЦБ может еще понизить ставку рефинансирования (в пределах 100 б.п.), однако в третьем-четвертом кварталах ставка как минимум может быть заморожена, хотя при реализации наиболее пессимистичного сценария Банк России может вернуться к ее повышению».

Ольга Ефремова также видит немного позитивных моментов в макроэкономической статистике по РФ: «Ожидания Минэкономразвития представляют довольно мрачную картину: спад производства, начавшийся в конце прошлого года, продолжается, а восстановления прежних масштабов еще слишком слабы. Таким образом, негативные прогнозы относительно того, что вторая половина текущего года может оказаться весьма проблематичной в свете усиления рисков потери платежеспособности корпоративными заемщиками, вполне оправданны. Меры государства, направленные на стимулирование отечественной промышленности, безусловно, имеют положительный эффект, но он слишком мал, чтобы компенсировать существующие проблемы. Отметим, что в наиболее некомфортных усло-



Ольга Ефремова,
начальник отдела
анализа долговых рынков,
НОМОС-БАНК



Александра Евтифьева,
старший экономист,
«ВТБ Капитал»



Иван Манаенко,
заместитель
аналитического управления,
ИК «Велес Капитал»



Екатерина Леонова,
аналитик по рынку облигаций,
Альфа-Банк

виях оказались компании, которые зависят от импорта (сырья и/или оборудования), в условиях слабого рубля они фактически потеряли способность к безубыточному производству».

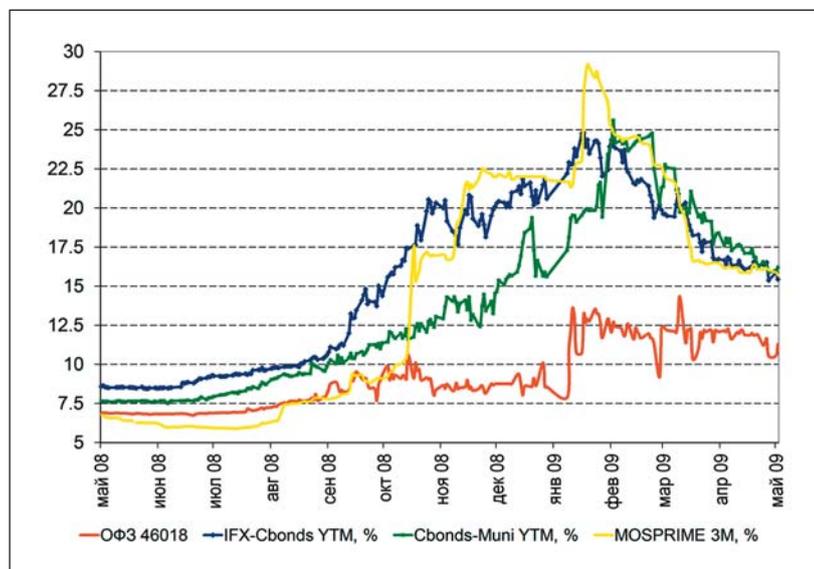
«Резкое падение ВВП в первом квартале вынудило Минэкономразвития серьезно пересмотреть прогноз спада экономики по итогам года, повысив оценку до 6–7.4% с первоначального уровня в 2.2%, — дополняет Екатерина Леонова. — Что еще более негативно, новый сценарий основывается на падении инвестиций на 21.1%, это говорит о неспособности правительства в полной мере компенсировать сжатие в частном секторе. С точки зрения рынка это грозит ускорением инфляции и давлением на обменный курс рубля, учитывая увеличение бюджетного дефицита как минимум до 10%».

Среди позитивных факторов Екатерина Леонова выделяет улучшение ситуации на западных площадках: «Основным событием апреля вот уже второй год подряд становится публикация отчетности банков и крупных финансовых компаний. Соответствие выходящих цифр ожиданиям аналитиков способно полностью развернуть ситуацию на рынке. В этом году для инвесторов все складывалось удачно. Слишком пессимистичные прогнозы аналитиков не подтвердились. В результате мы наблюдали рост фондовых индексов практически в течение всего месяца: S&P повысился на 6%, индекс РТС прибавил 16%. Кроме того, выходящая как в США, так и в Европе макростатистика

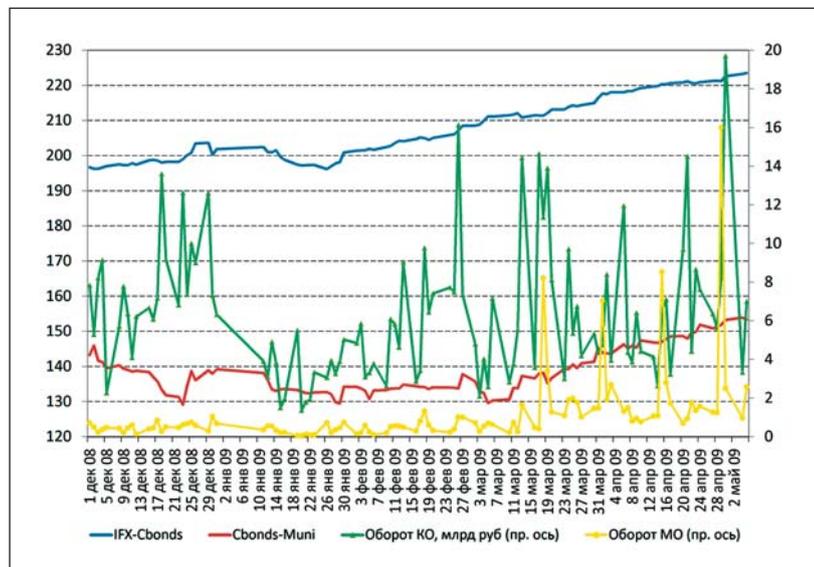
все чаще позволяет звучать осторожным высказываниям, что самое страшное уже позади и экономики начинают постепенно восстанавливаться. Насколько это соответствует действительности, мы сможем убедиться в осенний период».

Ольга Ефремова считает, что внешний фон в последнее время крайне неоднороден, а высокая чувствительность российских долговых бумаг, в первую очередь еврооблигаций, к внешнему новостному фону обуславливает достаточно высокую волатильность: «Вместе с тем, можно констатировать, что в целом конъюнктура внешних рынков в отношении рискованных активов, в частности развивающихся рынков, к которым относится и Россия, за последнее время стала более комфортной. Безусловно, ситуация в мировой экономике по-прежнему напряжена, но появляются признаки не только замедления спада, но и постепенного восстановления, что обеспечивает поддержку не только сегменту ценных бумаг. Для российского рынка весьма значимым является факт восстановления сырьевых рынков, в частности, как минимум, стабильность цен на нефть (не менее \$50 за баррель) и восстановление цен на металлы и иную экспортируемую продукцию».

Динамика ключевых процентных ставок



Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Апрель прошел под знаком покупателей, комментирует Иван Манаенко, заместитель аналитического управления ИК «Велес Капитал»: «Это одинаково справедливо как для внутреннего рынка облигаций, так и для российских евробондов. Росту котировок бумаг способствовала благоприятная ситуация с рублевой ликвидностью и укрепление курса российской валюты, в том числе связанное с положительной динамикой цен на нефть. Впрочем, во второй половине месяца резкий отскок валютный корзины от уровня 38 руб. в совокупности с обострением ситуации на мировом финансовом рынке породил разговоры о возможном возобновлении девальвации рубля, что, в свою очередь, несколько притормозило рост котировок. Однако ослабление рубля было непродолжительным и долгожданной коррекции как таковой так и не произошло. Разве что в сегменте наиболее ликвидных длинных валютных еврооблигаций, изрядно перекупленных в начале месяца, вторую часть апреля преобладали продажи. При этом в целом российские облигации торговались как бы в собственном соку, довольно сдержанно реагируя на внешние и внутренние «раздражители».

Ключевым событием внутреннего рынка Иван Манаенко называет размещение дебютных облигаций «Газпром нефти» объемом 5 млрд руб., организованное по схеме бук-билдинга: «Почти двукратная переподписка, зафиксированная в процессе размещения, стала свидетельством восстановления первичного рынка. С другой стороны, вполне рыночная и, надо сказать, высокая ставка привлечения такого крупного заемщика в совокупности с крайне амбициозными программами заимствований российских госструктур («Газпром», РЖД, «Транснефть») и ряда крупных заемщиков второго эшелона создает предпосылки для пересмотра текущих рыночных ставок на вторичном рынке. Правда, пока повышенный спрос на первичных аукционах лишь разогревает вторичный рынок, что хорошо заметно на примере облигаций Москвы, показавших в апреле исключительно положительную динамику. Справедливости ради отметим, что вообще в апреле повышенным вниманием инвесторов, среди которых активную позицию занимали различные управляющие компании, пользовались именно региональные и муниципальные бумаги. В частности, помимо Москвы и Московской области хорошую динамику показали займы Самарской и Ярославской областей, а также шестой выпуск Казани.

На наш взгляд, данный сегмент рынка еще не исчерпал весь свой потенциал и в мае продолжит показывать положительную динамику цен, что в первую очередь относится к займам Москвы.

Ольга Ефремова в качестве точки «икс», обозначившей наличие интереса инвесторов к российским долговым бумагам, отмечает довольно успешное «апрельское» размещение облигаций 58 выпуска Москвы: «Затем фактически все первичные аукционы апреля проходили при наличии переспроса. Среди главных факторов, обеспечивающих интерес к рублевым активам, мы выделяем постепенное ослабление идеи «слабого рубля», преобладавшей в начале года. Кроме того, на текущий момент ситуация с ликвидностью складывается достаточно комфортно. Не будем отрицать, что в момент «пика» выплат, в том числе и при расчетах с ЦБ, регулятору приходится вмешиваться в процесс, обозначая новые беззалоговые аукционы либо увеличивая лимит на операции прямого РЕПО, но в целом дефицита ликвидности, «задирающего» ставки на денежном рынке вверх, сейчас не наблюдается. Вместе с тем, мы можем отметить, что интересы инвесторов не выходят за пределы дюрации, превышающей два года. Также весомым фактом распределения приоритетов является доходность, которая должна быть оптимальна с точки зрения привлекаемого фондирования».

«Сделки в секторе облигаций Москвы активизировались и на вторичном рынке в результате того, что кривая эмитента подтянулась к новому уровню ставок, заданному проходящими размещениями. В итоге облигации Москвы сейчас дают премию к первому эшелону корпоративного сектора минимум 200 б.п. (к облигациям «Газпрома» — более 500 б.п.). При этом объем сделок в секторе «голубых фишек» корпоративного рынка оставляет желать лучшего, тогда как сектор облигаций Москвы стал безусловным лидером рыночного оборота, превысив докризисные объемы торгов: на его долю приходилось в среднем 20–40% оборота. За месяц в результате активной торговли котировки Москвы выросли на 80–120 б.п., тогда как в корпоративном секторе рост цен в первом эшелоне не превышал 50 б.п. и не был подкреплен высокой активностью».

Но на общем, в целом позитивном фоне не обошлось и без негатива, считает Иван Манаенко. «Речь, конечно же, идет о продолжающихся дефолтах заемщиков третьего эшелона. В первую очередь это касается таких компаний, как группа «Магnezит», «ИжАвто», «Разгуляй» «КД Авиа» и «Дикая Орхидея». В большинстве своем проблемы с возвратом публичных долгов вышеперечисленными заемщиками не стали сюрпризом для рынка. В то же время, надо полагать, по таким эмитентам, как «Магnezит», «ИжАвто» и «Разгуляй», многие держатели не теряли надежды на возврат вложенных средств до последнего. Вместе с тем нельзя не отметить положительных сдвигов в вопросе взаимоотношений держателей просроченных облигаций и недобросовестных эмитентов, ранее допустивших дефолты. Одним из удачных примеров выхода из тупиковой ситуации можно назвать случай с ГАЗом, руководству которого к концу месяца удалось договориться с 80% держателей просроченных облигаций. Подобные ситуации повышают интерес к неликвидным бумагам в целом. Так, можно отметить заметный рост котировок облигаций «Инпрома» и «Никосхима», АК «Сибирь» и ряда других низколиквидных выпусков».

Ольга Ефремова также отмечает, что несмотря на то, что спрос в основном сконцентрирован в более надежных бумагах, нельзя не отметить «игры на удачу» в дефолтных бумагах или в выпусках, вокруг которых существует информационный вакуум, то есть отсутствует какая-либо информация о способности эмитента исполнять свои обязательства. «В отношении таких выпусков можно отметить большое количество мелких сделок. Дефолты уже стали привычным явлением, причем часто о своей неплатежеспособности заявляют эмитенты, ранее характеризовавшиеся достаточно прочным финансовым состоянием. Озвучивая свою готовность произвести расчет лишь частично, такие эмитенты еще в преддверии выплат начинают работу с инвесторами по реструктуризации. Чтобы избежать столь неприятной ситуации, мы рекомендуем ориентироваться лишь на тех эмитентов, чья платежеспособность не вызывает сомнений. Поскольку строить прогнозы на далекие горизонты проблематично, мы предлагаем ориентироваться на выпуски более короткой дюрации. В этом свете интересными, на наш взгляд, выглядят из муниципальных бумаг выпуски «Мгор-58», «МосОбл-8», «МосОбл-9», из корпоративных — выпуски банков из топ-20, «Система-1», «ТГК-10», «ТГК-4».

В заключение, Екатерина Леонова обращает внимание на следующий настораживающий факт: «Текущий кризис выявил слабую правовую защищенность инвесторов рублевого долга. Фактически недобросовестный эмитент может безнаказанно не платить по долгам, и предложения реструктуризации — добрая воля компаний-эмитентов. Безусловно, после кризиса будет проведена работа над ошибками, и мы надеемся, что нормативная база, затрагивающая эти моменты, будет существенно улучшена. Однако в силах инвесторов уже сейчас встать на путь улучшения условий участия в рынке. В частности, инвесторы, как нам кажется, могут более осознанно изучать проспекты эмиссии облигаций и требовать включения определенных ковенантов (по примеру еврооблигационного рынка), защищающих держателей бондов в случае резкого ухудшения финансового состояния заемщика или его недобросовестного поведения. Однако, как показывает практика, пока инвесторы продолжают покупать облигации на старых условиях, наступая на те же грабли».