Синдром ДЕФИЦИТА

Константин Васильев

В ИЮЛЕ ОСНОВНОЙ ОБСУЖДАЕМОЙ НОВОСТЬЮ НА РЫНКЕ СТАЛ ОЖИДАЕМЫЙ В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ БЮДЖЕТНЫЙ ДЕФИЦИТ. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФОНДЫ ПРОДОЛЖАЮТ ТАЯТЬ, И СУВЕРЕНУ ПРИДЕТСЯ АГРЕССИВНО ВЫХОДИТЬ НА ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ. КОРПОРАТЫ, ВИДИМО, ПОЧУЯВ В ЛИЦЕ ГОСУДАРСТВА КОНКУРЕНТА ЗА ДЕНЬГИ ИНВЕСТОРОВ, СПЕШАТ ЗАНЯТЬ УЖЕ СЕЙЧАС — ТЕМ БОЛЕЕ ЧТО ПОКА НА РЫНКЕ ВОЦАРИЛАСЬ ОТНОСИТЕЛЬНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ.

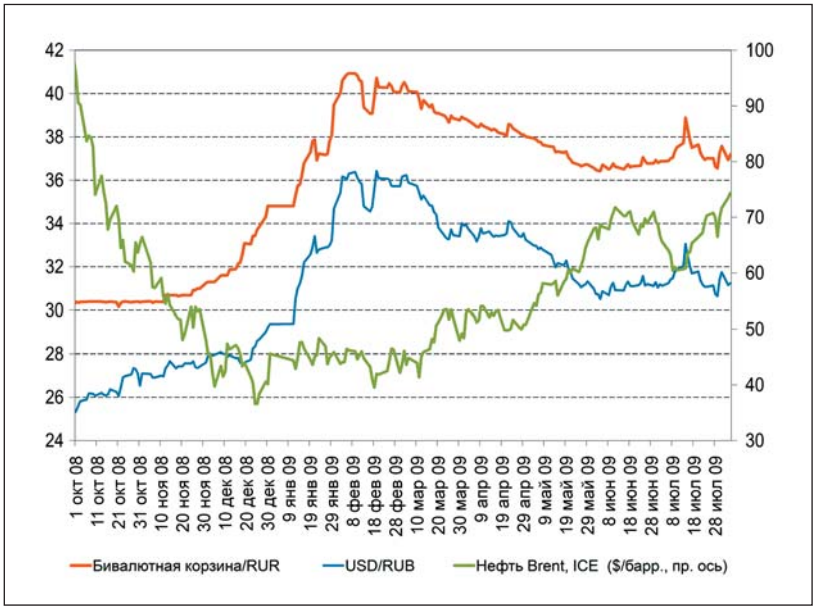
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Минэкономразвития РФ считает, что дефляции пока ждать не стоит, прогнозирует ослабление рубля и нулевое сальдо движения капитала во втором полугодии, отмечает риски второй волны кризиса в начале 2010 года, надеясь избежать ее. МЭРТ посчитало также, что ВВП РФ упал в июне 2009 года на 9.6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Анализируя ситуацию с ценой на нефть, аналитики ожидают сохранения ее до конца года в коридоре $60–70 за баррель. Увеличение цены нефти в этом году основывается на росте фондовых рынков и оптимизме инвесторов, но аналитики предупреждают о возможности коррекции, так как фундаментальные показатели по-прежнему слабы.

Одной из главных проблем, затрагивающих макроэкономический фон в июле, по мнению Ольги Ефремовой, начальника отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА, стали ожидания весьма серьезного по масштабам бюджетного дефицита: «Бюджетный дефицит станет следствием вынужденного роста государственных расходов — как по поддержке промышленного сектора, так и социального характера — на фоне сокращения доходов бюджета, обусловленного, в первую очередь, серьезным спадом налоговых поступлений. При этом бюджетный дефицит следующего года оценивается на уровне порядка 7.5% ВВП (более 3 трлн руб.), и для его финансирования предполагается не только привлекать средства резервного фонда, но и активизировать действия по заимствованиям на внутреннем и внешнем рынках. Поскольку начиная с апреля Минфин достаточно активен в сегменте первичного рынка рублевых долгов, на внутреннем рынке сообщение о возможном росте предложения пока не имело какого-то яркого резонанса. Как мы полагаем, более заметный эффект будет ощутим, как только появится какая-то конкретика, пока же анонсированные объемы, в частности более 800 млрд руб. на 2010 год, только поражают воображение, поскольку в «лучшие» годы объем привлечения был немного больше 500 млрд руб. Вместе с тем, анонс планов по возвращению на рынок внешнего долга вызвал более активную реакцию участников рынка».

Станислав Пономаренко, начальник аналитического отдела ING Wholesale Banking (Россия), отмечает, что уже во втором полугодии федеральному бюджету придется закрыть дефицит размером более 2.7 трлн руб. — исходя из последних правительственных оценок годового дефицита в 9.2–9.3% ВВП (или около 3.6 трлн руб.) и его кассового исполнения за первое полугодие менее чем на 0.9 трлн руб: «Дефицит планируется в основном финансировать за счет средств

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



Станислав Пономаренко,
начальник аналитического отдела, ING Wholesale Banking Россия

Михаил Гонопольский,
начальник аналитического управления департамента операций на финансовых и фондовых рынках, БИНБАНК

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

суверенных фондов, что является не чем иным, как денежной эмиссией ЦБ. На наш взгляд, данная эмиссия существенно увеличит объем ликвидности в системе, что само по себе на руку всем инструментам с фиксированной доходностью. До конца этого года потенциальный объем денежной эмиссии со стороны бюджета может достигать 20% текущего значения агрегата М2, или более 75% денежной базы.

Перспективы с ликвидностью выглядят еще более радужными, если учесть отсутствие оттока капитала, а следовательно, и ликвидности уже во втором квартале этого года, и возможное сохранение аналогичного баланса в последующие периоды. По крайней мере, последние несколько месяцев показывают, что внешний долг частного сектора уже не является существенным фактором оттока капитала — наиболее качественные российские заемщики способны привлекать новый внешний долг на приемлемых для себя условиях, а остальные — договариваться о реструктуризации своих обязательств. Хотя динамика потоков капитала по-прежнему в значительной степени зависит от таких волатильных факторов, как цены на сырье и глобальный аппетит к риску. Единственным негативным моментом является сам размер рублевой эмиссии, которая при отсутствии оттока капитала и падающем производстве представляется избыточной и поэтому может оказать потенциальное давление на рубль и на цены».

Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления департамента операций на финансовых и фондовых рынках БИНБАНКА, обращает внимание на то, что состояние платежного баланса стабильно и не угрожает масштабной девальвации национальной валюты, любые колебания в таких макроэкономических условиях контролируемы ЦБ РФ: «В июне появились первые признаки замедления спада в реальном секторе экономики. Чтобы говорить об устойчивости данного замедления, необходимо подтверждение в виде статистики за июль. По косвенным признакам можно рассчитывать, что спад в российской экономике замедляется, однако делать ставки на то, что спад до конца текущего года сменится ростом, крайне преждевременно».

По мнению Станислава Пономаренко, вероятное падение рубля и рост цен во многом зависит от ЦБ, а именно от возможности денежных властей сдержать любые попытки спекулятивного давления на рубль и частично стерилизовать данную эмиссию. «Если способность ЦБ контролировать валютный рынок сомнений не вызывает, то эффективность его инструментов по изъятию избыточной ликвидности еще в полной мере не тестировалась, — отмечает Станислав Пономаренко. — Например, мы не совсем уверены, что ЦБ сможет достаточно легко компенсировать рост бюджетной ликвидности в системе сворачиванием финансовой поддержки банковского сектора. Для многих банков по-прежнему существует не так много альтернатив ресурсам ЦБ, особенно если речь идет не о совсем коротком фондировании.

Рост бюджетной ликвидности можно было бы также ограничить более существенным наращиванием внутреннего госдолга. За первые семь месяцев текущего года чистое увеличение рыночного рублевого госдолга составило менее 30 млрд руб. против годового плана в 586 млрд руб. Восстановление инвестиционного спроса на рублевые облигации дает Минфину возможность несколько активизироваться в оставшийся период. Однако, как нам кажется, Минфин не собирается перегибать палку и конкурировать за капитал, который может быть инвестирован в облигации частного сектора. Одним из ключевых препятствий восстановления экономики правительство по-прежнему считает ограниченный доступ к кредитным ресурсам. В данном случае решение правительства разрешить основному покупателю госдолга, ВЭБу, инвестировать пенсионные накопления в корпоративные бумаги также не совсем согласуется с амбициозными планами роста внутреннего госдолга.

Резюмируя вышесказанное, мы видим условия для наращиваний позиций в рублевом долге. Однако, несмотря на существенный позитивный эффект дальнейшего роста ликвидности, мы не рекомендуем полностью исключать возможный вторичный эффект в виде падения рубля и роста инфляции. При этом корпоративный сегмент может быть более привлекательным, чем госдолг, в свете потенциального давления со стороны первичного рынка и либерализации инвестиционной стратегии ВЭБа».

Конъюнктура внешних рынков в июле сохраняется очень «податливой» преобладающему новостному фону, констатирует Ольга Ефремова: «Инвесторы очень живо встречают позитивные корпоративные отчеты, а также стремятся к новым покупкам в условиях положительной динамики цен на нефть. Однако если какие-то новости не оправдывают ожидания, инвесторы не особо торопятся продавать. Все-таки, несмотря на сохраняющуюся нестабильность, преобладают мнения в отношении экономики США, что спад замедлился и процесс восстановления, хотя и гораздо меньшими, чем ожидалось ранее, темпами, все же движется. Можно отметить, что именно такие ожидания сдерживают массовый переход в качество, когда над рынками сгущаются тучи. Кроме того, все меньше доверия к инструментам, которые выполняют функцию «защитных» — американскому доллару и госбумагам США — в условиях, когда Минфин США и не сбавляет активности по размещению новых гособязательств, необходимых для финансирования бюджета».

Михаил Гонопольский соглашается с коллегой в том, что ситуация на внешнем кредитном рынке продолжает оставаться позитивной: «Ставки на межбанковском рынке в долларах и евро находятся на рекордно низких уровнях, ключевые спреды на кредитном рынке продолжают сужаться. Ликвидности достаточно для ее циркулирования на всех финансовых рынках, а банки в условиях слабости компаний реального сектора экономики и роста безработицы не стремятся направлять всю избыточную ликвидность на кредитование, совершая более активные операции на облигационном, фондовом, валютном рынках. В итоге мы наблюдаем повышательную динамику на фондовых площадках, снижение доходностей в корпоративном секторе, отсутствие тренда на укрепление доллара к другим валютам в условиях роста аппетита к рискам».

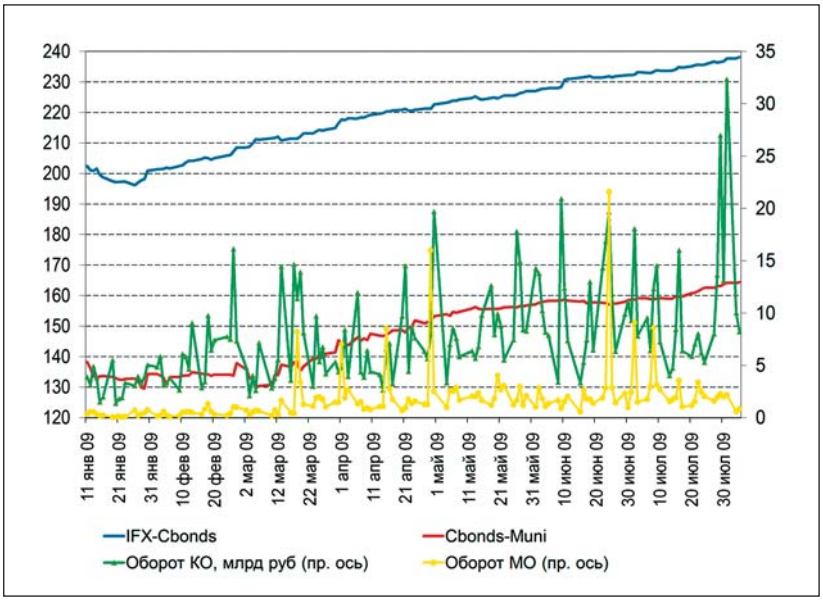
КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Конъюнктура долговых рынков в июле в целом сложилась достаточно позитивно: российские корпоративные заемщики продолжили активно выходить на рынок и привлекли на местном рынке более 100 млрд руб. Доходность в корпоративном и муниципальном сегменте снизилась уже ниже уровня в 15% по индексам Cbonds. Вторичный рынок показывает новые рекорды — в конце июля дневной оборот в корпоративном секторе превысил 32 млрд руб.

Июльская конъюнктура долгового рынка во многом напоминала сценарий развития событий в начале лета, считает Ольга Ефремова, поскольку основные драйверы покупательской активности сохраняются неизменными: «Рублевый сегмент чувствует себя более комфортно, когда девальвационные ожидания выглядят умеренными. Дополнительную подпитку спросу на рублевые активы оказало последнее понижение ставки рефинансирования до 11%. При этом в условиях глобального восстановления роста спроса на рисковые активы можно констатировать также возросшую активность и иностранных участников. Особенно заметно это было на последних первичных аукционах.

Отметим, что первичный сегмент ничуть не сбавляет оборотов, в июле было размещено бумаг на сумму более 145 млрд руб., в том числе ОФЗ на 43 млрд руб. При этом в списке фактически не было технических размещений, и все больше на рынке становится биржевых облигаций, отличающихся более простыми условиями размещения и начала торгов на ММВБ. Причем факт доработки документации по размещению таких бумаг позволил пролонгировать потенциальный срок их обращения с одного года до трех лет. К числу наиболее ярких событий июля в рублевом сегменте стоит отнести аукционы по размещению облигаций «Газпром нефть-3», «МТС-5» и биржевых облигаций «Энел ОГК-2», когда многократный переспрос позволил эмитентам привлечь средства по весьма низким ставкам. Ралли, которое преобладало в течение июля на всех торговых площадках, не миновало и рынок облигаций. В выпусках, которые и без того пользовались спросом и представляли собой ограниченный границами Ломбардного списка ЦБ перечень, покупатели достаточно сильно разогнали котировки, вследствие чего положительная ценовая переоценка в отдельных выпусках достигала 2% и более. Отметим, что к моменту появления на вторичном рынке новые выпуски уже во многом отыгрывают предоставленную на аукционе премию на форварде, и фактически первый день торгов для многих складывается более чем удачно».

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



Михаил Гонопольский подтверждает, что в июле усилились агрессивные покупки на корпоративном облигационном рынке: «Большой объем первичных размещений был полностью поглощен участниками рынка. При этом практически каждый выпуск после размещения при начале вторичного обращения показывал рост от 0.5% до 3% по цене. Соответственно, тактика участия в первичных размещениях с последующей продажей купленного выпуска в первые дни вторичного обращения была достаточно эффективной. Общий тренд на снижение доходностей облигационных выпусков первоклассных заемщиков был вызван прежде всего высоким уровнем рублевой ликвидности (который во многом обеспечивается за счет дефицита бюджета РФ), тенденцией снижения ключевых ставок со стороны ЦБ РФ, отсутствием существенных девальвационных ожиданий на рынке по отношению к рублю. Именно колоссальная рублевая ликвидность совокупно с замедлением корпоративного и розничного кредитования способствовала размещению большой части рублевой ликвидности банками в облигации, прежде всего Ломбардного списка ЦБ РФ».

Наиболее значимым июльским событием на вторичном рынке, по мнению Ольги Ефремовой, стало появление определенной конкретики в отношении дефолтных выпусков, что позволяет рынку выглядеть более регулируемым и организованным: «Разочаровывает лишь тот факт, что список дефолтов продолжает пополняться новыми именами, при этом все чаще намерения осуществить реструктуризацию опережают дату выполнения обязательств».

Одну из интересных идей, которая до сих пор актуальна на рынке, отмечает Михаил Гонопольский: покупка евробондов надежных российских эмитентов в совокупности с покупкой NDF для ликвидации валютного риска при использовании рублевых ресурсов для инвестирования: «Итоговая рублевая доходность при такой стратегии с евробондами «Газпрома», «Вымпелкома» и других эмитентов превышала в течение июля на 300–700 б.п. доходность операций по просто покупке рублевого облигационного выпуска на ММВБ эмитента с сопоставимым кредитным качеством и дюрацией. Также стоит отметить, что просто спред доходностей по большинству облигационных выпусков Ломбардного списка ЦБ РФ к ставке РЕПО ЦБ РФ все еще шире, чем в предыдущие годы, что в условиях стабильности валютного курса, тенденции ослабления денежно-кредитной политики ЦБ РФ и первых признаков замедления спада в экономике позволяет надеяться на дальнейшее понижение доходностей на облигационном рынке». ©