Осенний БАЛ

Антонина Тер-Аствацатурова

ЛЕТОМ РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК В БУКВАЛЬНОМ СМЫСЛЕ РАСЦВЕЛ. РЕКОРДНЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩЕНИЙ НОВОГО ДОЛГА ПУСТИЛИ СТАВКИ ВНИЗ ПО НАКЛОННОЙ. ЭТО ПРОВОЦИРОВАЛО ИНВЕСТОРОВ ВСЕ ЧАЩЕ ПРИСМАТРИВАТЬСЯ К БОНДАМ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА В ПОИСКАХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ. ПРИМЕРНОЕ ПОВЕДЕНИЕ РУБЛЯ, ДАЛЬНЕЙШЕЕ СНИЖЕНИЕ КЛЮЧЕВЫХ СТАВОК ЦБ И ДОБРЫЕ ВЕСТИ С ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ФРОНТОВ — ТЕ ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ ПРОДОЛЖАТ ПРАВИТЬ БАЛ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ПРЕДСТОЯЩЕЙ ОСЕНЬЮ.

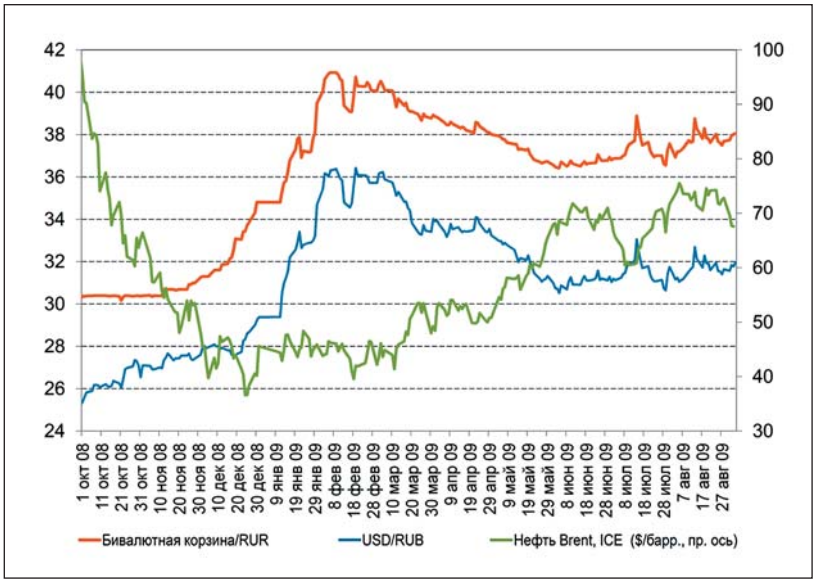
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КАРТИНА

По оценкам Владимира Евстифеева, аналитика банка «ЗЕНИТ», российская экономика еще в июле начала подавать слабые сигналы улучшения. Объем промышленного выпуска замедлил снижение до минимальных уровней за год (-10.8%). Инвестиции продолжают сокращаться высокими темпами, но в целом относительно стабилизировались после достижения своих минимумов в мае. Некоторое оживление наметилось в строительном секторе и сфере грузоперевозок. «Я связываю эти процессы, прежде всего, с улучшением внешней конъюнктуры: добывающие производства вслед за ростом цен на мировых товарно-сырьевых рынках ограничивают более серьезное падение темпов промышленности, — комментирует Владимир Евстифеев. — Еще один фактор, который начинает оказывать поддержку экономике, — это пополнение складских запасов компаний. В прогнозе Минэкономразвития на текущий год именно с этой тенденцией связываются надежды на оживление экономики. Предприятия медленно начинают восстанавливать объемы выпуска. Этот процесс, однако, происходит не в результате увеличения конечного спроса, а из-за истощения прежних запасов, сформированных до кризиса. Фактор восстановления товаров на складах — кратковременный, он не сможет полноценно воздействовать на экономику при низком уровне потребления».

Между тем, данные о потребительской активности действительно продолжают ухудшаться: розничные продажи в июле снизились на максимальную за текущий год величину (-8.2%), равно как реальная зарплата и денежные доходы населения. Согласно данным Росстата, россияне по-прежнему склонны к ограничению расходов и предпочитают увеличивать накопления. Но есть и позитивные сигналы: безработица прекратила расти и стабилизировалась на отметке 8.3%. «Я полагаю, что помимо традиционных факторов, на показатель занятости положительно повлияло некоторое улучшение в производственном секторе. Несмотря на это, мы ожидаем, что безработица возобновит рост осенью из-за окончания сезонных работ», — говорит Владимир Евстифеев.

По его словам, пока все свидетельствует о том, что российская экономика впала в стадию затяжной рецессии, для выхода из которой может потребоваться еще как минимум полгода-год. Эффективность антикризисных расходов бюджета и стимулирующих государственных программ проявится в последние месяцы года. Именно тогда

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent

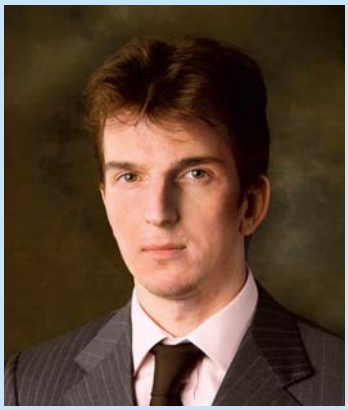


стоит рассчитывать на еще большее сокращение показателей производства и инвестиций, в том числе благодаря низкой базе ноября-декабря прошлого года. Конечный спрос будет восстанавливаться одним из последних.

На фоне сдержанных макроэкономических прогнозов перспективы денежного рынка пока вполне радужные. «Минфин остается верен себе: фактически выполнив план по доходам бюджета за январь-июль, основную часть расходов он оставил на конец года, — рассуждает Денис Гусев, начальник управления ценных бумаг НК Банка. — Согласно предварительной оценке Министерства, расходы федерального бюджета за семь месяцев составили порядка 48.3% к уточненной росписи, то есть до конца года запланированы траты в районе 5.3 трлн руб. при увеличении дефицита бюджета с 924 млрд руб. до 3.4 трлн руб. При этом, учитывая ситуацию в стране, в обозримом будущем планов по снижению расходной части бюджета, очевидно, нет. В итоге мы имеем все шансы получить в конце года достаточно стандартный приток сверхликвидности, которую никто не будет упаковывать в классические кредиты реальному сектору. Возможно, это выльется в очередную турбулентность на валютном рынке, тем более что девальвация не самое страшное зло в текущей ситуации. Но и на рынок долга должно хватить».

Помимо избыточной рублевой ликвидности, из позитивных тенденций обращает на себя внимание рост доверия на рынке, считает Денис Гусев: «Об этом говорит даже не столько уровень ставок, которые в принципе стабильно держатся на 2–3% ниже ставок ЦБ, сколько поведение игроков на рынке. В последнее время наблюдается не только восстановление линий по межбанку/РЕПО, но и их увеличение и даже открытие новых. Очевидно, что после почти года кризиса взаимное доверие среди выживших явно восстанавливается. Конечно, во многом это вынужденный шаг: привлечение более-менее длинных денег остается достаточно дорогим удовольствием, и просто так сидеть на подушке ликвидности уже критично. Поскольку кредитовать реальный сектор банки все еще опасаются, почему бы не пристроить деньги в ломбардные рефинансируемые бумаги или на рынке накоротке? Деньги действительно ультракороткие, и операции междилерского РЕПО в основной массе пока не выходят за пределы овернайтов, да и любой серьезный негатив рискует опять закрыть денежные рынки. Но их динамика и финальная возможность рефинансировать бумаги в ЦБ уже позволяют относительно безопасно комбинировать дисконты и контрагентов. Уже сейчас на денежном рынке все более-менее хорошо. Даже традиционные нетто-покупатели капитала могут себе позволить стать краткосрочными нетто-экспортерами».

Владимир Евстифеев,
аналитик,
банк «ЗЕНИТ»



Никита Гусаков,
начальник отдела организации выпусков рублевых облигаций,
Ситибанк

Юрий Бодрин,
главный аналитик финансовых рынков,
Связь-Банк

Денис Гусев,
начальник управления ценных бумаг, НК Банк

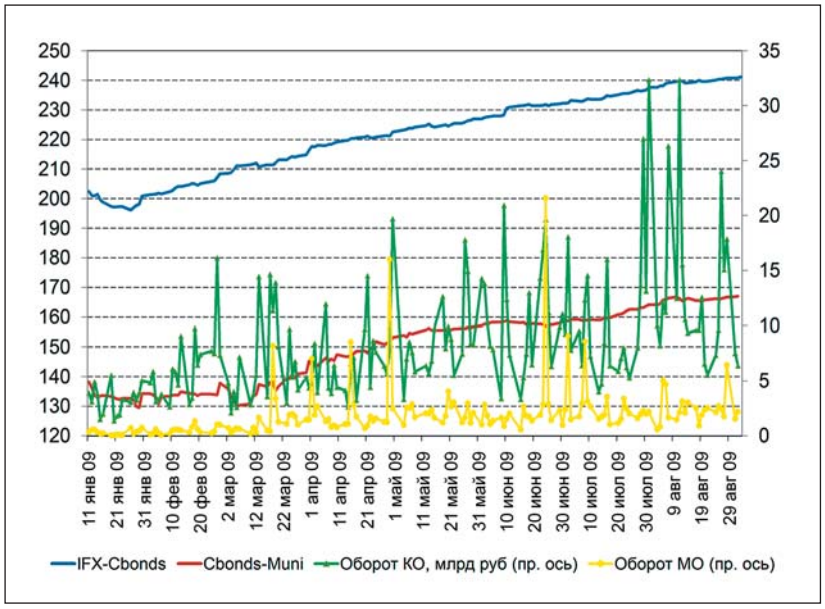
Кроме этого, существует еще один фактор устойчивости, в определенной мере нивелирующий опасность глобального оттока средств с рынка: большая доля безрисковых бумаг на нем. «Если посмотреть на статистику ЦБ, то львиную долю вложений в долговые облигации обеспечивают госбанки, которые массированно наращивали позиции в корпоративных бондах. Очевидно, что это не те инвесторы, которые будут паниковать или резать позиции для поддержания собственной ликвидной позиции, — объясняет Денис Гусев. — При этом в настоящее время на рынке обращается большое количество связанных технических выпусков, которые используются для рефинансирования в ЦБ. Они являются не способом получения дохода (то есть заложниками рыночного риска), а в большей мере гарантированным источником получения ликвидности. При всем оптически большом объеме free float рынка (если можно провести такую аналогию) все же не впечатляет. И наконец, в настоящее время мы наблюдаем общее сокращение дюрации рынка при возросшем уровне кредитных метрик.

Даже суперэмитенты не могут себе позволить сейчас разместить реально длинные выпуски (то есть низкий рыночный риск), тогда как имена, которые массово размещались в последнее время — это, очевидно, одни из последних претендентов в очереди на дефолт (низкий кредитный риск). Какой смысл фиксировать убытки по достаточно коротким бондам, если это топовые вложения, фактически не требующие формирования резервов и гарантированно рефинансируемые в ЦБ с положительной безрисковой маржой (репо/ломбард vs купонная доходность?)».

КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

В начале месяца на рынке рублевых облигаций преобладали оптимистичные настроения, вспоминает Юрий Бодрин, главный аналитик финансовых рынков Связь-Банка. На фоне закончившегося периода налоговых выплат, благоприятной конъюнктуры денежно-кредитного рынка, позитивных тенденций на товарно-сырьевом и валютном рынках качественные рублевые бонды демонстрировали преимущественно позитивную динамику котировок. При этом наибольшим спросом у участников торгов пользовались «свежие» рублевые облигации. Повышенные обороты наблюдались в биржевых бумагах «Лукойла», публичных долгах «Газпром нефти» и других качественных заемщиков. Нельзя не упомянуть и столичные облигации. «Несмотря на намерения Москомзайма продолжить публичные заимствования в текущем году, после внесения соответствующих поправок в столичный закон о бюджете спрос на рублевые обязательства Москвы сохранялся довольно высокий. Практически ежедневно кривая доходности столичных бумаг смещалась вниз! Однако уже во второй декаде августа оптимизм участников российского долгового рынка поиссяк. На нем начала прослеживаться нейтрально-негативная динамика. Нельзя не отметить тот факт, что внутренний рынок облигаций в этот период фактически «ходил» за валютным, изменения курсовых котировок на котором не всегда были адекватны. Российский валютный рынок в данный момент находился практически полностью под влиянием спекулянтов, зарабатывающих на волатильности, развившейся на фоне всеобщей неопределенности», — заключает Юрий Бодрин.

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



С наступлением очередного периода налоговых выплат волатильность на валютном рынке заметно снизилась, но появилась некоторая напряженность на денежно-кредитном: ставки овернайт поползли вверх, достигнув уровня в 7–8% годовых против 5–6% годовых в начале месяца. Вырос спрос на рублевую ликвидность и на аукционах прямого РЕПО Банка России. Общий объем заимствований кредитных организаций достигал 50 млрд руб., в то время как еще относительно недавно суммарные объемы аукционов прямого РЕПО Центробанка составляли 23–26 млрд руб. Таким образом, котировки рублевых бондов вновь оказались под давлением. Однако ближе к концу месяца ситуация начала выравниваться. По ходу торгов можно было наблюдать рост котировок наиболее ликвидных долговых инструментов. При этом активность участников распространилась и на сегмент госбумаг. Покупки ОФЗ присутствовали практически вдоль всей кривой доходности федеральных долгов. Столь агрессивную покупательскую активность можно было объяснить лишь тем, что участники рынка ждали от регулятора новых подарков в виде очередного снижения ключевых ставок. Однако в августе этого не случилось. Кроме того, из наиболее явных причин, подтолкнувших игроков к покупкам в последние дни августа, стоит выделить фактор конца месяца, когда отдельные крупные инвесторы задирают котировки облигаций вверх с целью получения положительной переоценки своих бумажных портфелей, полагает Юрий Бодрин.

Высокий спрос на рынках ценных бумаг в условиях комфортной ситуации с ликвидностью способствовал существенному росту цен на вторичном рынке облигаций и позволил разместить рекордные объемы на первичке. Подводя итоги лета, Никита Гусаков, начальник отдела организации выпусков рублевых облигаций Ситибанка, отмечает, что летние месяцы стали настоящим периодом благоденствия для долговых рынков. По его оценке, только объем «рыночных» размещений превысил 200 млрд руб. На первичку успели выйти «Газпром», «Лукойл», РЖД, «Газпром нефть», МТС, «Вымпелком» и целый ряд других компаний. Несмотря на то что большинство выпусков отличалось большим объемом, в частности «Лукойл» провел самое крупное рыночное размещение в истории российского рынка, сделки проходили с существенной переподпиской. По мере роста рынка также рос и аппетит инвесторов к длине бумаг.

Объем предложения на первичке остается одним из важных факторов, влияющих на рынок рублевых облигаций. «Большинство компаний, размещавших облигации в последние месяцы, имеют в своем распоряжении зарегистрированные выпуски и могут в любой момент снова выйти на рынок. Кроме того, в условиях благоприятной конъюнктуры в июне-июле многие эмитенты воспользовались августовским затишьем для подготовки к выходу на рынок в сентябре. Так что в начале осени мы можем увидеть объем первичного предложения, сопоставимый с началом лета», — уверен Никита Гусаков.

Причем помимо привычных участников из первого эшелона с новыми выпусками начнут активнее выходить на первичку представители второго эшелона. «В условиях снижения ставок на вторичном рынке инвесторы в поисках доходности стали все чаще обращать внимание на облигации второго эшелона. С восстановлением аппетита к риску кредитный спред сокращается даже быстрее, чем базовые ставки. Следовательно, и на первичном рынке в сентябре можно ожидать выхода компаний качественного второго эшелона», — дополняет Никита Гусаков.

Что касается осени, то, по мнению большинства аналитиков, основными факторами, влияющими на рынок рублевых облигаций, в ближайшие месяцы останутся ожидания относительно курса рубля, политика ЦБ в отношении ключевых ставок, а также аппетит к риску на глобальных рынках. «Многие ожидают, что при условии сохранения текущей конъюнктуры на сырьевом рынке ЦБ до конца года снизит ставки еще один или два раза, причем очередное снижение может произойти уже в середине сентября», — прогнозирует начальник отдела организации выпусков рублевых облигаций Ситибанка.

На фоне растущего интереса эмитентов и инвесторов к внутреннему рынку вряд ли можно ожидать до конца года высокой активности российских заемщиков в еврооблигациях. Причин несколько, полагает Никита Гусаков: «Банки, являющиеся одними из наиболее активных заемщиков на международных рынках, по-прежнему имеют избыточную долларовую ликвидность, и поэтому, скорее всего, будут выходить на рынок для рефинансирования валютных обязательств. При этом в основном деньги под погашения этого года уже зарезервированы. Среди корпоратов доступ к рынку имеет достаточно ограниченный круг эмитентов, в основном это компании нефтегазового и телекоммуникационного сектора. При этом телекомы сильно пострадали от девальвации рубля и стараются уменьшить валютный долговой портфель. Для компаний нефтегазового сектора внутренний рынок облигаций выглядит более привлекательно как при условии дальнейшей девальвации, так и при переводе рублевых обязательств в валютные с помощью срочных сделок. В последнем случае вместо двухзначных рублевых ставок они получают крайне привлекательные ставки в долларах США».

«Возможная активизация внешних заимствований — это скорее следствие не улучшений в российской экономике, а избытка ликвидности у крупных западных банков, появившегося в результате мягкой денежно-кредитной политики ЕЦБ и ФРС. Так, TED-спред, отражающий состояние глобальной ликвидности, в августе опустился с 30 б.п. до почти 20 б.п., что является его нормальным докризисным значением. Интерес к российским заемщикам вызван практически «бесплатной» ликвидностью для западных банков и высокими ставками для российских компаний, несущих в себе квазисуверенный риск. Я ожидаю, что рост активности внешних займов будет происходить лишь за счет самых крупных и качественных российских заемщиков, тогда как для остальных компаний внешние кредиты будут по-прежнему недоступны», — убежден Владимир Евстифеев.

Подводя итоги, Денис Гусев отмечает, что до конца года у долгового рынка есть все предпосылки для роста: «Помимо всех перечисленных выше факторов, глобально можно уповать и на некий внутренний инвестбанковский позитив и настрой: рост доверия, объема и спектра операций, а также явное оживление рынка труда в сегменте «продавцов воздуха». В совокупности это должно дать восходящий тренд и на евробондах, и на рублевых выпусках. Естественным тормозом снижения доходности на рынке рублевого долга, очевидно, служат ставки ЦБ. Ни один здравомыслящий инвестор сейчас не будет ориентироваться ни на междилерские ставки РЕПО, ни на межбанк, который может закрыться в любой момент. Так что безудержного роста пока явно ждать не стоит, тем более что, прилично заработав за первые 9 месяцев, можно спокойно дождаться закрытия финансового года. Покупки за пределами первого и проверенного второго эшелона сейчас целесообразны только на основании внутренней информации — как показывает практика, эмитенты пока гораздо изощренней инвесторов, тем более что у них, возможно, появится новый аргумент — закон о финансовой несостоятельности. Да и с точки зрения соотношения риск/доходность сейчас все уже не столь очевидно, как в начале года. Соответственно, в первом и втором эшелоне субъективно продолжают нравиться крупные банки: факторами страховки для них служат постоянный мониторинг со стороны ЦБ, большая интеграция системообразующих банков в экономику (через гарантии, поручительства, кредиты) и явное нежелание финансовых властей допустить какого-либо рода панику, связанную с проблемами в банковской системе страны».