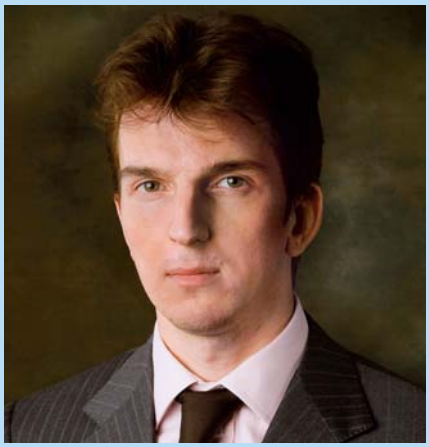
«Эшелоны расходятся»

Канр Лиджиев

Облигации первого и второго эшелонов по-прежнему пользуются высоким спросом у инвесторов, а вот интерес к третьему и далее эшелонам, похоже, начинает падать. Спреды между первым-вторым и третьим эшелонами начинают расширяться...

Николай Подгузов, *стратегист по долговому рынку, «Ренессанс Капитал»*

Александр Кудрин, *аналитик по долговому рынку, ИК «Тройка Диалог»*



Никита Гусаков, *вице-президент, начальник отдела по организации выпусков рублевых облигаций, «Ситигрупп»*

Конъюнктуру рынка рублевых облигаций в марте определяли два основных фактора: события на внешних рынках и состояние дел с рублевой ликвидностью на внутреннем рынке. При этом несмотря на то что остатки средств на корсчетах и депозитах ЦБ РФ достигали огромных величин, ставки на межбанке большую часть месяца оставались на уровне 5–6%, лишь к концу месяца снизившись до 2.5–3.5%. Не оказали позитивного влияния на рынок облигаций и изменения ожиданий по ставке ФРС. «Март выдался достаточно непростым месяцем для облигаций, несмотря на «обманчивый» позитив некоторых факторов. В частности, курс доллара к рублю в очередной раз показал минимум за много лет, пробив уровень в 26 рублей за доллар. Заявления представителей ФРС в течение марта и некоторая макроэкономическая статистика укрепили ожидания участников рынка относительно понижения ставки ФРС во второй половине года. Остатки на корсчетах порой превышали 700 млрд рублей, но оптимизма на рынке рублевых облигаций в целом в марте не наблюдалось, за исключением локального спроса в некоторые дни в ОФЗ и первом эшелоне», — отмечает аналитик по облигациям «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» Георгий Аксенов.

На денежном рынке общую картину «искажали» заблокированные средства от IPO Сбербанка и ресурсы, аккумулированные для участия в аукционах по продаже активов ЮКОСа. «Сначала средства аккумулировались в преддверии размещения акций Сбербанка, затем — в ожидании аукционов по активам ЮКОСа. К этому добавились размещения доптраншей ОФЗ на 25 млрд руб., а также перечисление налоговых платежей в конце квартала. Причем ожидаемого роста ликвидности из-за выброса на рынок денег от размещения Сбербанка не случилось: даже ОБР объемом 250 млрд руб., которые Банк России планировал использовать для стабилизации ликвидности, были размещены всего на 76 млрд руб. В результате ставки овернайт, выросшие еще в конце февраля, весь март так и оставались на уровне в 5–6%. Лишь к концу месяца ставки вновь опустились до 3.3–3.7%», — добавляет аналитик ИК «Ист Кэпитал» Виктор Орешкин.

В результате в марте активность вторичного рынка рублевых облигаций так и не сумела восстановиться в полном объеме. Общий объем мартовского биржевого оборота негосударственных облигаций по сравнению с февралем немного вырос: 247.84 млрд против 241.42 млрд руб. в феврале. А если учесть, что в марте был 21 торговый день, а в феврале — 19, а также то, что 1 марта Москва провела на ФБ ММВБ обмен облигаций на общую сумму более 14 млрд руб. по номиналу, становится понятно: фактически активность операторов вторичного рынка даже снизилась по сравнению с февралем.

Активность же на «первичке» остается высокой. По итогам месяца было размещено двадцать шесть выпусков облигаций суммарным объемом 55.8 млрд руб. Судя по тому, что по итогам некоторых аукционов организато-

ры и эмитенты не озвучивали объем спроса на аукционах, некоторые организаторы испытали небольшие затруднения с размещением облигаций. Но в целом можно констатировать, что рынок без особых проблем «переварил» очередной большой объем предложения новых бумаг. Сильную поддержку на аукционах продолжают оказывать западные инвесторы. Причем последние начинают «заходить» в российский рынок «глубже» первого эшелона. «Объем первичных размещений в марте был достаточно большим и состоял в основном из выпусков второго и третьего эшелонов. Облигации второго эшелона с хорошим кредитным качеством пользовались большим спросом у инвесторов, и большинство размещений проходило с существенной переподпиской. Мы наблюдали существенный спрос на второй эшелон со стороны иностранных инвесторов, причем даже на те имена, которые раньше размещались только среди российских покупателей. Это свидетельствует о том, что иностранцы готовы заходить в рынок глубже в поиске интересных кредитных историй», — уверен вице-президент и начальник отдела по организации выпусков рублевых облигаций «Ситигрупп» Никита Гусаков.

Высокая активность эмитентов по предложению новых бумаг и сохраняющаяся относительно низкой активность операторов рынка на «вторичке» привели к некоторому росту доходностей в среднем на рынке корпоративных облигаций. Так, индикатор доходности по индексу RUX-Cbonds по итогам марта вырос на 30 б.п. до уровня 7.77% годовых. Доходность наиболее ликвидных региональных и муниципальных бумаг в марте изменилась незначительно: индикатор доходности по индексу Cbonds-Muni показал небольшое снижение (на 14 б.п.), утвердившись на уровне 6.81% годовых.

Несмотря на неоднозначный фон, по мнению большинства экспертов, рынок облигаций остается относительно устойчивым и рассматривается участниками рынка как «защитный» актив. Взгляд на ближайшие перспективы остается у экспертов умеренно оптимистичным. Например, как считает аналитик по инструментам с фиксированной доходностью «Тройки Диалог» Александр Кудрин, «последние тенденции рынка рублевых облигаций не могут не радовать держателей долговых инструментов. Несмотря на все пертурбации, обстановка здесь остается достаточно стабильной, что, в свою очередь, позволяет рассматривать рублевые облигации до некоторой степени как защитный актив».

«Апрель обещает быть интересным и богатым на события месяцем на российском рынке облигаций. Оценить результирующее воздействие совокупности внутренних и внешних факторов на динамику котировок российских долговых инструментов представляется сложной задачей. Однако мы все же склоняемся к умеренно позитивному прогнозу», — добавляет стратегист по долговым инструментам «Ренессанс Капитала» Николай Подгузов.

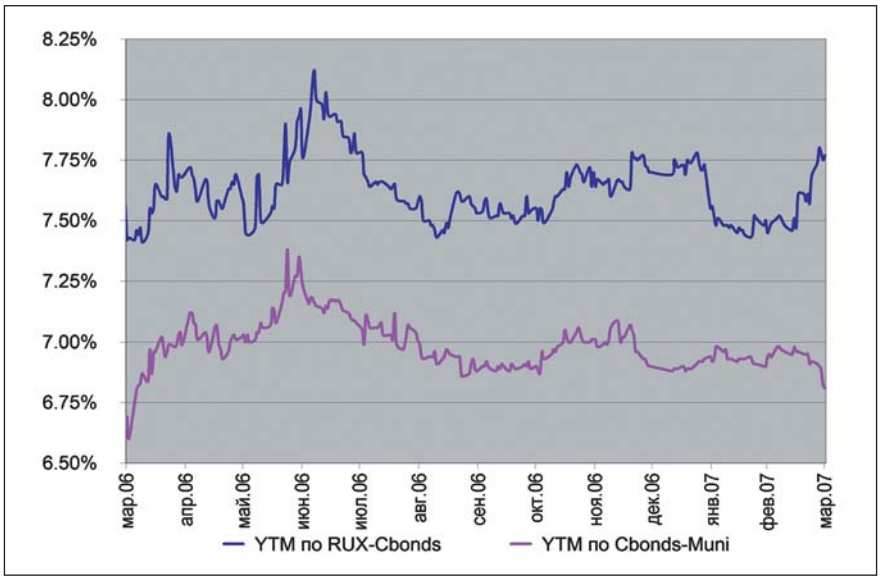
Уровень рублевой ликвидности будет продолжать оказывать влияние на конъюнктуру рынка рублевых облигаций и в ближайшей перспективе, но ее прогнозирование на фоне крупных IPO, корпоративных сделок и аукционов по продаже активов ЮКОСа будет все так же затруднено. По мнению Николая Подгузова, «скорее всего, в апреле мы увидим высокую волатильность остатков на корсчетах в связи в подготовкой и проведением аукционов по ЮКОСу. В то же время, как показывает практика последних недель, вряд ли периоды высоких ставок денежного рынка будут длительными, так как в этом случае высокие ставки, скорее всего, буду способствовать притоку иностранного спекулятивного капитала». Интересен взгляд на ставки межбанка Александра Кудрина. Он считает, что зависимость рынка рублевых облигаций от ставок денежного сегмента снизилась: «Пожалуй, наиболее значительным событием первого квартала 2007 года стала адаптация участников рынка к более высоким, чем в 2005–2006 гг., ставкам на рынке МБК. Объективный процесс повышения стоимости свободных рублевых ресурсов, который начался во второй половине года, воспринимается не как экстраординарное явление, а как один из регулярных факторов. Более высокий уровень ставок МБК уже включен в торговые стратегии большинства участников торгов, и можно сказать, что зависимость рынка рублевых облигаций от денежного сегмента снизилась. Тем не менее, в среднесрочной перспективе от сегмента МБК все еще можно ожидать неприятных сюрпризов».

Александр Морозов,
Chief Economist Russia and CIS, HSBC Bank (RR)

Георгий Аксенов,
аналитик по облигациям, «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»

Виктор Орешкин,
аналитик дирекции корпоративных финансов, ИК «Ист Кэпитал»

Доходность к погашению по портфелю индекса RUX-Cbonds и Cbonds-Muni



Внешние факторы также благоволят внутреннему рынку облигаций. После тревог, вызванных падением на азиатских фондовых рынках, в первую очередь — в Китае, и проблемами на рынке ипотечных кредитов в США большинство инвесторов к концу марта успокоилось. «Скорее всего, апрель также станет оптимистичным месяцем для рынка рублевых облигаций, и основные тенденции, доминировавшие на нем во второй половине марта, останутся актуальными, — прогнозирует ситуацию Александр Кудрин. — Внешние факторы (динамика пары доллар/евро, цена на нефть, процентные ставки на мировом рынке), скорее всего, будут создавать умеренно оптимистичный фон. При этом мы ожидаем, что активность иностранных инвесторов по-прежнему будет высокой, что будет поддерживать процентные ставки на уровнях конца марта. Основной же угрозой нам представляется возможный переизбыток первичных размещений, что может в какой-то момент оказать негативное воздействие на конъюнктуру вторичного рынка. Тем не менее, в целом я полагаю, что уровень доходности для бумаг первого эшелона в апреле может даже немного снизиться (на 5–10 б.п.)».

Рост напряженности вокруг иранской проблематики уже вызвал рост цен на энергоносители в марте. И дальнейшая эскалация напряженности будет способствовать дальнейшему росту цен на нефть. «Такое развитие ситуации, с одной стороны, грозит усилением эффекта flight to quality (опыт последних лет показывает, что этот эффект вряд ли примет масштабный характер), а с другой стороны — ставит в выгодное положение эмитентов, являющихся чистыми экспортерами нефти, — отмечает Николай Подгузов. — Для России дополнительный приток валютной выручки только улучшит перспективы рублевого рынка облигаций, так как это положительно скажется на рублевой ликвидности и повысит перспективы укрепления рубля».

На более долгосрочном временном промежутке умеренно пессимистические настроения продолжают сохранять свою актуальность. Хотя российские суверенные еврооблигации сохраняют потенциал сужения спредов к базовым активам, однако реализовать этот потенциал будет непросто. Так, Александр Морозов, Chief Economist по России и СНГ HSBC Bank (RR), указывает, что «в условиях возросшей волатильности финансовых рынков, в частности — развивающихся стран, ставка на снижение спредов не выглядит очевидной. Помимо этого, пока не вдохновляет российский новостной фон: вступление России в ВТО, по-видимому, откладывается до конца 2007 – начала 2008 г., подготовленный трехлетний бюджет предполагает дальнейшее ослабление бюджетной политики и обещает существенный рост госзаимствований в ближайшие три года, приближающиеся парламентские и президентские выборы усиливают волну спекуляций на тему преемника и политических рисков. Поэтому вероятность получения Россией суверенного кредитного рейтинга категории А в 2007 году выглядит уже гораздо меньшей, чем несколько месяцев назад. А без этого события спреды суверенных еврооблигаций, скорее всего, будут изменяться синхронно спредам еврооблигаций с близкой доходностью других развивающихся рынков (например, Мексики). Рублевые облигации, похоже, уже достигли своего потолка в плане спредов к суверенным еврооблигациям. По нашему мнению, рост спредов в 2007 г. более вероятен, чем сужение».

Что касается конкретных рекомендаций экспертов, то в апреле в фаворитах будут облигации эмитентов первого и второго эшелонов, в аутсайдерах — третий и далее эшелоны. При этом, как считает Николай Подгузов, «наибольшим спросом будут пользоваться облигации первого эшелона, сохраняющие потенциал сокращения спредов к ОФЗ. К числу таких выпусков мы бы отнесли АИЖК, «ЛУКОЙЛ», ФСК, ОГК-5, облигации эмитентов, входящих в группу «Связьинвест». По отраслям в «Ренессанс Капитале» рекомендуют обратить внимание на сегмент розничных эмитентов: «В середине апреля X5 может объявить о дополнительном привлечении средств через допэмиссию акций, а также конкретизировать планы по покупке «Карусели». Текущее соотношение кредитного качества и доходностей облигаций «Копейки», «Дикси» и «Виктории» также представляется нам интересным. В то же время облигации чересчур низкого кредитного качества, на наш взгляд, будут пользоваться меньшим спросом на фоне растущих ожиданий участников рынка относительно возможных сложностей с обслуживанием облигаций у отдельных эмитентов в данном сегменте рынка («Марта», Группа «ОСТ»)».

Никита Гусаков добавляет к списку фаворитов облигации компаний энергетического и металлургического секторов и банков: «На первичном рынке из объявленных размещений повышенный интерес будет к выпускам энергетических и металлургических компаний. Высоким спросом будут пользоваться и долговые инструменты российских банков. На наш взгляд, продолжится сокращение интереса к выпускам третьего эшелона. Рынок ожидает расширения спреда по высокорисковым бондам».

Таким образом, главной тенденцией на рынке становится идея расширения спредов между первым-вторым и третьим эшелонами облигаций.