Ситуация с ликвидностью по-прежнему остается главным поводом для беспокойства участников рынка, а падение рубля к основным валютам дополнительно стимулирует распродажи облигаций. Первичный рынок для эмитентов который месяц на замке, слабая активность на вторичных торгах сосредоточена лишь в сегменте госбумаг.

Без шансов

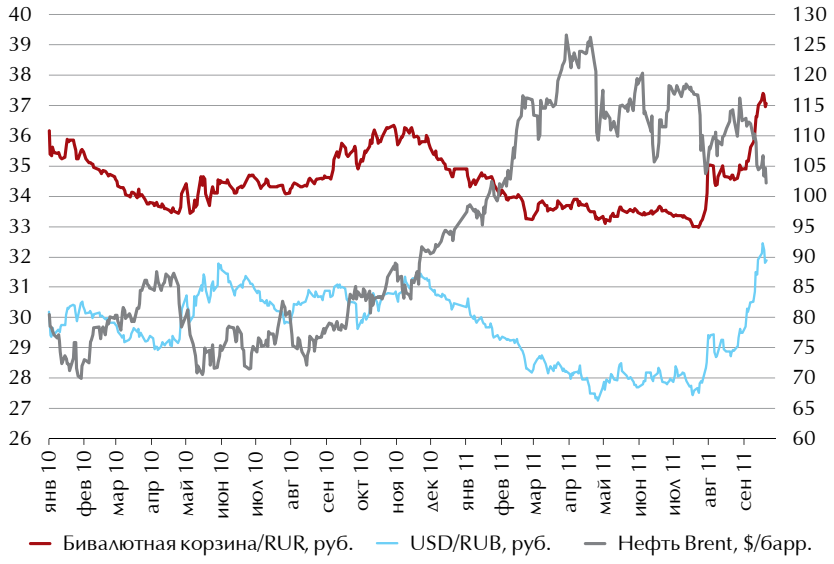
Елена СКУРИХИНА

АПОГЕЙ ПЕССИМИЗМА

Сентябрь выдался едва ли не самым тяжелым месяцем текущего года для долговых рынков. Давление с внешних рынков приобрело весьма серьезные масштабы, что провоцировало приступы общей паники на локальном рынке из-за возможного углубления рецессии в мировой экономике, вспоминает Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА. Риски сокращения кредитования реального сектора еще сильнее подталкивали инвесторов искать защитные позиции. Для России ситуация усугублялась возросшей волатильностью цен на нефть: коррекционные настроения возникали из-за ожиданий глобального сокращения спроса. Кроме того, инвестиции в российские активы снижали свою привлекательность по мере того, как рубль сдавал позиции по отношению к доллару и евро.

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



Возможные последствия дефолта транслировались на банковский сектор, где актуализировались риски серьезных переоценок, а также возможного дефицита ликвидности. Греческий прецедент накладывает серьезный отпечаток и на другие страны PIIGS, которые гораздо конструктивнее подходят к вопросу оптимизации госрасходов, но вынуждены уже сейчас расплачиваться за нерешенный греческий вопрос. Так, доходность новых заимствований Испании и Италии выросла в зависимости от срочности на 20–50 б.п., несмотря на поддержку со стороны ЕЦБ, который периодически выкупал бумаги с рынка, говорит Ольга Ефремова.

В конце сентября ФРС анонсировала QE3. Новый этап смягчения не предполагает появления на рынке дополнительной ликвидности от ФРС, поэтому дальнейший разгон рисковых активов (акции, commodities, валюты против доллара) стал невозможен, полагает Роман Дзугаев, вице-президент департамента макроэкономики и стратегии дирекции анализа долговых рынков НБ «ТРАСТ». К тому же, рынки стали очень чувствительны к ситуации в экономике. Обновленные макропрогнозы ФРС стали дополнительным фактором для развития коррекции. Рискованные активы, в частности нефть, вероятно, отреагируют на ситуацию новыми ценовыми уровнями — в $92–95 за баррель на конец года, прогнозируют в НБ «ТРАСТ».

В еврозоне сохраняется повышенный спрос на ликвидность. Так, объем привлечения в рамках традиционных еженедельных семидневных аукционов ЕЦБ по фиксированной ставке (MRO) в последние недели устойчиво выше 150 млрд евро, приводит данные Роман Дзугаев. При этом высокий

спрос на доллары со стороны европейских банков соответствующим образом влияет на короткие долларовые ставки — трехмесячный LIBOR USD за сентябрь вырос с 0.327% до 0.374%.

ЛОЖКА МЕДА

В сентябре макроэкономические индикаторы показали в целом позитивную динамику, однако не столь значительную, чтобы говорить о существенном росте российской экономики, посетовал Павел Василиади, директор департамента аналитики и риск-менеджмента UFS Investment Company.

В российской экономике все еще сохраняются структурные проблемы и высокая зависимость от сырьевых котировок. Объем валового внутреннего продукта России во втором квартале 2011 года вырос всего на 3.4%, а за первое полугодие рост составил 3.7% в годовом выражении на фоне вялой динамики промышленного производства. Согласно прогнозу UFS, до конца года при цене нефти марки Urals около $100 за баррель рост ВВП составит не более 4.3%. Безработица с начала сентября снизилась на 1.9% и в настоящий момент составляет 6.1% от экономически активного населения, что ниже на 0.4% по сравнению с началом августа. Однако данное снижение можно объяснить сезонностью, отметил аналитик UFS, озвучив прогноз безработицы на конец года на уровне 7%.

С начала года инфляция снизилась до 4.7% при целевом прогнозе правительства России на конец года в 7.5%, приводят статистику в UFS Investment Company. Дефляция объясняется сезонным снижением цен на продовольственные товары на фоне благоприятных прогнозов урожая зерновых в текущем году, что в совокупности с падением цен на продовольствие в мире и низким уровнем государственных расходов создает такой эффект, пояснил аналитик UFS. По его мнению, инфляция превысит прогнозируемый правительством уровень, так как увеличение потребительской активности и сезонный рост цен на топливо в конце года будут разгонять инфляцию более высокими темпами, чем в летний период. Павел Василиади ожидает этот показатель в районе 8.5–9% к концу года.

В НОМОС-БАНКЕ ситуацию с динамикой потребительских цен считают вполне комфортной и полагают, что прогнозы по инфляции в пределах 7% вполне достижимы.

НИЧЕГО ЛИШНЕГО

Больше всего беспокойства в сентябре вызывала ситуация с ликвидностью банковского сектора, продолжает Ольга Ефремова. Статистика ЦБ об остатках средств на корсчетах и депозитах явно свидетельствовала о том, что ресурсы иссякают, причем еще до разгара налогового периода, сопряженного с оттоком средств. Объем корреспондентских счетов кредитных организаций в Банке России с начала сентября колебался в пределах более 25% — с 820 млрд руб. в середине месяца и до 1032 млрд руб. на конец месяца, приводит данные Павел Василиади.

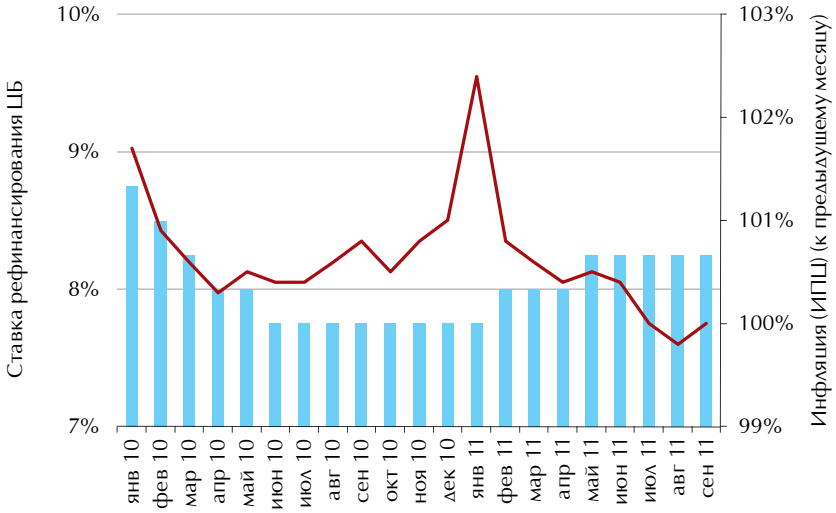


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

Кроме того, наблюдался многократный переспрос на всех без исключения аукционах по предоставлению дополнительной ликвидности. В такой ситуации стоит отметить весьма рациональное решение регуляторов. ЦБ повысил ставки по депозитам и снизил ставки по операциям РЕПО, в то время как Минфин не только увеличил объемы предложения на всех аукционах, но и инициировал проведение дополнительных размещений накануне наиболее крупных расчетов, отмечает Ольга Ефремова. С одной стороны, эти действия оказались весьма благотворными, с другой — банковский сектор оказался в зависимости от регуляторов, считает она. Доступ к ресурсам есть далеко не у всех участников рынка, и дальнейшее перераспределение ресурсов между участниками вызвало неизбежный рост ставок на МБК и ставок РЕПО.

Павел ВАСИЛИАДИ,
директор департамента аналитики и риск-менеджмента, UFS Investment Company

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Самое сильное движение сейчас наблюдается в бумагах эмитентов финансового и сырьевого секторов, так как они сильнее всего зависят от рыночной конъюнктуры. Наиболее устойчивыми, на наш взгляд, являются бумаги розничных торговых сетей и телекоммуникационного сектора. Из обращающихся выпусков мы бы рекомендовали обратить внимание на короткие высоколиквидные бонды с хорошим кредитным рейтингом и по возможности удерживать их до погашения. В контексте buy and hold нам кажется интересной идея покупки следующих выпусков: «Башнефть» (серии 02 и 03), «Северсталь» БО-01, ММК БО-01, МТС 05, НОМОС-БАНК БО-01, банк «ЗЕНИТ» БО-02.

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

На рынке МБК стоимость привлечения средств овернайт для банков первого круга доходила до 4.85–5.25%, подсчитали в НБ «ТРАСТ». Однодневное фондирование через междилерское РЕПО под залог ОФЗ и облигаций первого эшелона в период уплаты налогов (во второй половине месяца) достигала 5.6%, а в среднем за период составила 5.42%, добавил Роман Дзугаев, уточнив, что в рамках аукционного РЕПО с ЦБ деньги на один день регулятор размещал в среднем под 5.28–5.29%. «Мы ожидаем, что волатильность рублевой массы вряд ли будет снижаться, при этом чем дольше будет сохраняться нестабильность на мировых рынках, тем выше вероятность снижения ликвидности и дальнейшего роста ставок на МБК», — подытожил Павел Василиади.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Слабым звеном по-прежнему остаются выпуски длинной дюрации, а также бонды компаний, кредитное качество которых вызывает опасения из-за возможного ухудшения конъюнктуры сырьевых рынков. В то же время, приемлемую для себя доходность на комфортном отрезке дюрации можно найти в разных отраслях.

Мы полагаем, что на формирование инвестиционных идей в ближайшее время также будет влиять приток на рынок денег Пенсионного фонда, перечисленных ВЭБу и другим управляющим компаниям. В этом случае активы, отвечающие требованиям данной категории инвесторов, в частности ОФЗ и корпоративные бумаги с рейтингом не ниже BB+/Ba, могут получить опережающую положительную переоценку.

ВАЛЮТНЫЙ НЕГАТИВ

Массовый переход из рубля в защитный доллар, повышенный спрос на доллары со стороны российских дочек иностранных игроков, высокая потребность в валюте со стороны корпоратов, которым предстоит расплачиваться по валютным долгам, нежелание экспортеров продавать выручку на ожиданиях дальнейшего ослабления рубля — это далеко не все причины, которые определяли динамику рубля, анализирует ситуацию на валютном рынке Ольга Ефремова. Без вмешательства ЦБ не обошлось, но интервенций оказалось недостаточно, чтобы остановить негативный тренд — доллар по-прежнему стоит более 32 руб., констатировала она, обратив внимание на факт неизбежного сокращения золотовалютных резервов, которые не без помощи ЦБ похудели почти до $520 млрд.

Российский рубль за прошедший месяц показал снижение к корзине ведущих мировых валют более чем на 8.7%, подсчитал Павел Василиади. В UFS это связывают с резким укреплением доллара ко всем мировым валютам после объявления ФРС программы «Твист» 21 сентября. «Мы ожидаем плавную девальвацию рубля на фоне невнятных макроданных по российской экономике и роста дефицита бюджета в связи с планируемым увеличением бюджетных расходов в следующем году. Поэтому UFS пересмотрела свой прогноз стоимости корзины в сторону повышения до 35 руб.» — заявил аналитик инвесткомпании.

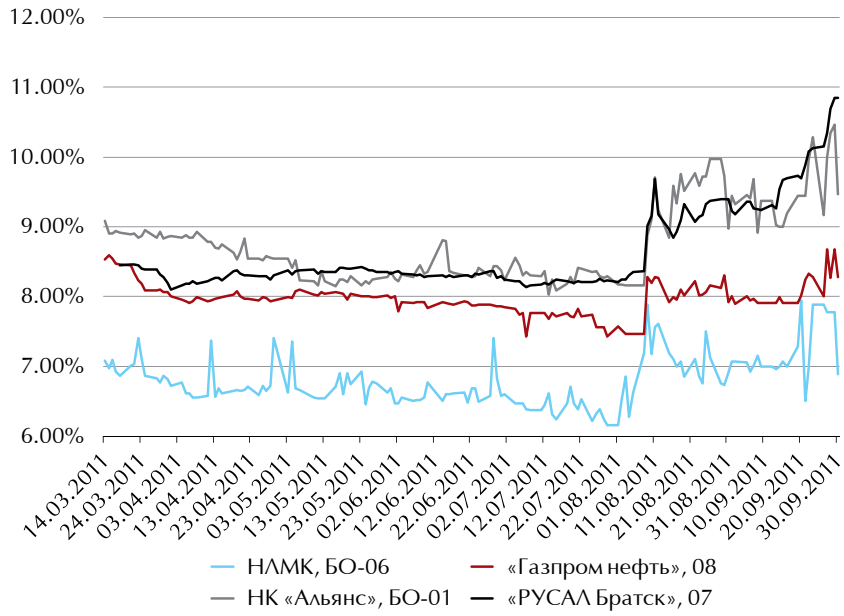
Рост спроса на валюту со стороны нерезидентов и российских компаний, аккумулирующих средства под выплаты по внешнему долгу в четвертом квартале (порядка $50 млрд) совпал с укреплением доллара на международных рынках, предположила Екатерина Леонова. В результате рубль стал резко обесцениваться, что привлекло на рынок спекулянтов. Объемы торгов в валютной секции держались в течение недели на уровне $10 млрд, рубль неоднократно тестировал (а затем и вовсе превысил) границу бивалютного коридора Банка России, вспоминает она. ЦБ в рамках своей валютной стратегии продал порядка $8 млрд для сглаживания волатильности. Такая турбулентность на валютном рынке еще более осложнила ситуацию с рублевой ликвидностью. Спрос на сделки РЕПО с Банком России достигал рекордных в этом году значений в 150–200 млрд руб. ежедневно — последний раз такие объемы наблюдались осенью 2009 года.

КОНЦЕНТРАЦИЯ НА ОФЗ

В сентябре российский долговой рынок показал падение, правда, не столь серьезное, как в начале августа, когда доходности российского долгового рынка устремились вверх со своих рекордно низких летних значений, рассказывает Павел Василиади. Так, за последние 30 торговых дней российский долговой рынок в среднем снизился на 0.4%, при этом оборот торгов составил более 1.4 трлн руб. Это значительно ниже, чем весной текущего года, сравнил аналитик UFS. Сред-

Рисунок 1

Индикативные доходности корпоративных выпусков



недневной обьем сделок с облигациями (без учета РЕПО) во второй половине сентября составлял 24 млрд руб., из которых 14 млрд руб. приходились на ОФЗ, подсчитали в НБ «ТРАСТ». «В рублевых облигациях вся ликвидность концентрировалась исключительно в сегменте ОФЗ, — согласна Ольга Ефремова. — Массовое бегство из бумаг сменялось осторожными покупками по мере появления у участников ликвидности. В госсекторе ценовые потери за прошедший месяц также измеряются в процентных пунктах. Так, по бумагам с дюрацией четыре-пять лет не вызывали удивления котировки на уровне 94–95% от номинала».

Динамика госбумаг и корпоративного долга различалась кардинально, подчеркивает Екатерина Леонова. Если ОФЗ первыми отреагировали на усиление внешнего давления, то в корпоративном секторе инвесторы продержались почти на неделю дольше, попытавшись через расширение спредов между заявками избежать сделок, способных привести к переоценке портфелей. Причина быстрой реакции ОФЗ — более высокая доля нерезидентов, начавших выводить средства, пояснила аналитик Альфа-Банка. В результате сложилась парадоксальная ситуация, когда кривая доходности ОФЗ находилась выше кривой голубых фишек. ОФЗ показали снижение котировок на 3–5 п.п., что вывело доходность по длинным выпускам в диапазон 8.2–9% годовых, добавила Екатерина Леонова.

В корпоративном секторе сохраняется штиль: откупать выпуски длинной дюрации, которые просели в ценах еще в августе, никто не торопится, рассуждает Ольга Ефремова. На коротком отрезке фиксация наблюдалась в исключительных случаях, поскольку покупать что-то участники были готовы лишь по цене ниже рынка.

По словам Екатерины Леоновой, корпоративный сектор, отреагировавший лишь расширением спредов, по-прежнему демонстрировал ставки на уровне 7.5–8% годовых по бумагам первого эшелона. Лишь в самом конце месяца волна продаж докатилась и до корпоративных бумаг, что, при сохранении широких спредов в заявках, способствовало движению доходностей в диапазон 8–10% годовых.

В сегменте российских еврооблигаций паника выразилась в выборе инвесторами глобальной стратегии бегства в качество: участники-нерезиденты старались как можно скорее освободиться от российских рисков, спреды разьезжались на глазах, поделилась наблюдением аналитик НОМОС-БАНКА. При этом если по выпускам первого эшелона и суверенным бумагам снижение цен ограничивалось 3–5%, то по более рискованным корпоративным бумагам потери составили за месяц 10–15% при расширении спредов до 800–1100 б.п., подсчитала Ольга Ефремова. Даже суверенные Russia-30 отчасти утратили статус зашитного актива — доходность бенчмарка откатилась на уровень выше 5% годовых.

В корпоративном секторе спрос очень избирателен и ориентирован главным образом на наиболее качественных квазисуверенных эмитентов. Другим корпоратам приходится гораздо сложнее — их бумаги зачастую выступают обьектом спекулятивных покупок на минимальных ценовых уровнях, но при первых признаках улучшения ситуации участники стараются как можно скорее зафиксировать полученную прибыль. В качестве примера Ольга Ефремова приводит выпуск «ВымпелКом-22», который, по мнению НОМОС-БАНКА, можно назвать самым ликвидным корпоративным евробондом сентября.

Проблемы с долларовой ликвидностью у европейских банков аукнутся и российским коллегам: рынок внешних заимствований замрет как минимум на ближайшие полгода, прогнозирует Екатерина Леонова. Это значит, что у российских компаний возникнут проблемы с привлечением средств в иностранной валюте. Заемщики пока еще не успели ощутить рост доходностей на долговых рынках. Но даже если ситуация несколько улучшится, заимствования будут возможны по более высоким ставкам (на 150–300 б.п. выше, чем в середине лета), уверены аналитики Альфа-Банка. Первыми эти изменения ощутят компании, у которых есть в обращении выпуски с офертой до конца года. Им придется либо существенно повышать ставку, либо изыскивать средства для выкупа облигаций с рынка.

Вместе с тем, в Альфа-Банке пока не ждут волны дефолтов и неплатежей, как это было в 2008 году. Предыдущий кризис в значительной степени очистил рынок от неблагонадежных эмитентов, оставив лишь компании первого-второго эшелонов с рейтингами от международных агентств. Сами компании также учли опыт прошлого и в текущий этап кризиса вошли гораздо более подготовленными, с подушкой безопасности и с меньшей совокупной долговой нагрузкой, подвела итог Екатерина Леонова.

Екатерина ЛЕОНОВА,
старший аналитик по долговому рынку, Альфа-Банк

Роман ДЗУГАЕВ,
вице-президент департамента макроэкономики и стратегии дирекции анализа долговых рынков, НБ «ТРАСТ»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы сохраняем негативный взгляд на рынок рублевого долга как минимум на октябрь и вновь ждем в конце месяца более низких ценовых уровней, что можно обыгрывать через деривативы на корзину ОФЗ. Если есть желание открыть спекулятивные длинные позиции на споте, дабы поиграть на смене конъюнктуры, рекомендуем в первую очередь руководствоваться фактором ликвидности рынка по выбираемым активам. Однако круг таких активов по-прежнему ограничивается ОФЗ.