Леонид ИГНАТЬЕВ,
управляющий директор, глава дирекции анализа долговых рынков, НБ «ТРАСТ»

Ключевые события на рынке облигаций в 2012 году развернутся в сегменте ОФЗ. Причины для этого очевидны: наименьший кредитный риск среди всего многообразия эмитентов публичных обязательств при ограниченном аппетите к риску на фоне сохраняющейся волатильности; большой навес предложения (по нашей оценке, не менее 1.5 трлн руб.) в условиях необходимости финансировать уже реальный дефицит бюджета; предстоящая либерализация рынка ОФЗ, вследствие которой увеличится доля нерезидентов на нем. В результате корпоративный сектор в 2012 году будет оставаться на вторых ролях, а подавленный спрос на кредитный риск не позволит палитре эмитентов засиять новыми красками.

Роль второго плана

Приход нерезидентов в ОФЗ определенно будет иметь видимые последствия для самых качественных корпоративных бумаг high grade, имеющих рейтинг категории BBB- и выше. Являясь адекватной заменой суверенному риску России, они могут пользоваться спросом в моменты позитивного оживления на рынках или же в периоды стабильности. Однако любая неопределенность будет способствовать быстрой ликвидации позиций и, как следствие, росту волатильности в высококачественных облигациях. Иными словами, если ждать, что неспокойные времена продолжатся, рассчитывать на сокращение спредов в корпоративных голубых фишках не стоит: нерезиденты скорее будут способствовать более быстрой коррекции в выпусках. В любом случае есть риск, что волатильность в ОФЗ окажется значительно больше, а рост ликвидности высококачественных корпоративных бондов сыграет на руку заемщикам вроде «Газпрома», РЖД, «Транснефти», «ЛУКОЙЛА», ФСК. Мы считаем, что большинству госкомпаний, госбанков и частных эмитентов с рейтингами инвестиционной категории удастся выбрать место и время для рыночных размещений в 2012 году.

Выбор правильных окон будет иметь куда большее значение для эмитентов условного второго эшелона с рейтингом уровня BB. Успешные аукционы для такого уровня кредитного риска будут возможны в моменты достаточно продолжительных потеплений на глобальных рынках — от четырех-пяти дней и более, резких выбросов ликвидности на локальном рынке либо положительных решений по судьбоносным мировым общеэкономическим вопросам. Таким образом, второй эшелон имеет полное право на полноценное рыночное существование, но в ограниченные периоды времени и без значительных гонок на понижение доходностей при размещении. Вопрос предоставления премий будет иметь для инвесторов первостепенное значение, так как время сверхликвидности, похоже, безвозвратно ушло, и закрывать глаза на кредитные риски и стоимость рыночного фондирования игроки уже не будут. Если сейчас вторичное размещение облигаций X5 проходит с премией до 150–200 б.п. к уровням исторической кривой 2010 года, то в перспективе премии, вероятно, будут расти еще выше.

Рыночная судьба эмитентов третьего эшелона остается под большим вопросом. Изменение требований к Ломбардному списку ЦБ РФ в конце 2011 года дает надежду эмитентам с рейтингами от B- до B+. Но в реальности ликвидность самих облигаций рискует быть столь низкой, что даже опция в виде рефинансирования от регулятора не сможет компенсировать все риски. Мы ставим на отдельные точечные успехи избранных имен с самыми высокими рейтингами категории B при удачном стечении обстоятельств. Выходит, что формально дорога третьему эшелону открыта и даже сделаны послабления со стороны регулятора, однако на практике для данной категории заемщиков банковское кредитование по-прежнему останется более приемлемым источником заемных ресурсов с точки зрения стоимости.

Будучи реалистом, я не жду от 2012 года затяжных ралли на несколько месяцев и даже недель — ключевые проблемы финансового и экономического характера в мировом и внутрироссийском масштабе решены не будут. Волатильность и нестабильность будут править рынками, а значит, жестко ограничивать и российских, и международных инвесторов в дюрации покупаемых корпоративных облигаций. Сформировавшаяся на конец 2011 года картина первичного рынка сохранится и в 2012 году: инвесторы будут готовы принимать на баланс кредитные риски сроком не более 2.5–3 лет, причем наиболее комфортной и востребованной окажется срочность 1.5–2 года. Это средние значения: для high grade приемлемый срок может быть ближе к верхней границе, а для имен уровня B/B+ — ближе к 1–1.5 годам.

Стоит признать, что мы не питаем иллюзий по поводу каких бы то ни было рекордов в абсолютном выражении для первичного рынка. В реальном секторе присутствует сдержанный спрос на заемные ресурсы из-за предполагаемого снижения потребительского и промыш-

ленного спроса на продукцию и отсутствия аппетитов по экстенсивному расширению бизнеса. В этой связи выход на публичный рынок зачастую будет обусловлен нуждами рефинансирования уже имеющегося долга (в основном публичного), а не только и не столько инвестиционными планами. Так что наполеоновские планы по заимствованиям вряд ли станут приметой нового года на рынке облигаций.

Внимание к уровню кредитного риска эмитента, первостепенная значимость рефинансирования в ЦБ РФ и наличие хотя бы умеренной ликвидности бумаги на вторичном рынке — основные факторы, которые будут иметь значение для инвесторов на протяжении года. Наиболее вероятно, что доля бумаг первого эшелона начнет постепенно возрастать по мере вымывания со вторичного рынка высокорисковых бумаг, рефинансирование которых будет невозможно. Критерий умеренной ликвидности обеспечивают свежие инструменты: при появлении той или иной новой бумаги в них будет появляться активность от нескольких дней либо недель (эмитенты с более высоким риском) до нескольких месяцев (более качественные имена). И лишь избранные имена смогут отвечать адекватным требованиям спекулятивной торговли на протяжении всего срока обращения.

Доходности бумаг первого и в большей части второго эшелона на вторичном рынке подтянутся к тем уровням, которые зададут первичные размещения. Очевидно, они будут расти (наиболее вероятно, в пределах 50–70 б.п.), а спреды — расширяться. Так, спред между первым и вторым эшелоном, который с начала 2011 года сократился со 120 до 30 б.п. к середине года, сейчас достиг 110–115 б.п. При благоприятном стечении обстоятельств он может сузиться до 75–90 б.п., однако более реалистично, что спред будет топтаться около уровня годовой давности или шире. Кредитные риски представителей high yield потребуют предоставления более значительных премий.

Если говорить о секторальных и отраслевых ожиданиях, то основными агрегированными группами заемщиков на публичном рынке мы видим:

– компании инвестиционной категории;

– инфраструктурные и близкие к ним компании с госгарантиями и без гарантий со стороны государства;

– банки широкого спектра от BBB до B/B+ как основные потребители и реципиенты ликвидности в не самые тучные времена.

Заметный объем предложения традиционно следует ожидать от нефтяных и металлургических компаний, а вот сектор электроэнергетики был во многом дискредитирован в глазах инвесторов непоследовательными действиями правительства, поэтому здесь наши чаяния новых выпусков, за исключением «Русгидро» и ФСК, прямо скажем, скромные. Гонку вооружений на долговом рынке могут продолжить X5 и «Магнит». Пожалуй, в секторе trade/consumer products достойную конкуренцию им вряд ли кто-то составит. Сектор машиностроения слаб с кредитной точки зрения, поэтому реальный спрос могут получить только бонды пары-тройки автопроизводителей. Очевидно, не стоит сбрасывать со счетов транспортный и химический сектора с рядом сильных и известных имен. Хотелось бы не ошибиться, что во всем многообразии на рынке будут представлены банки, которые, начав в конце 2011 года поднимать ставки по депозитам, включились в борьбу и за оптовые источники фондирования.

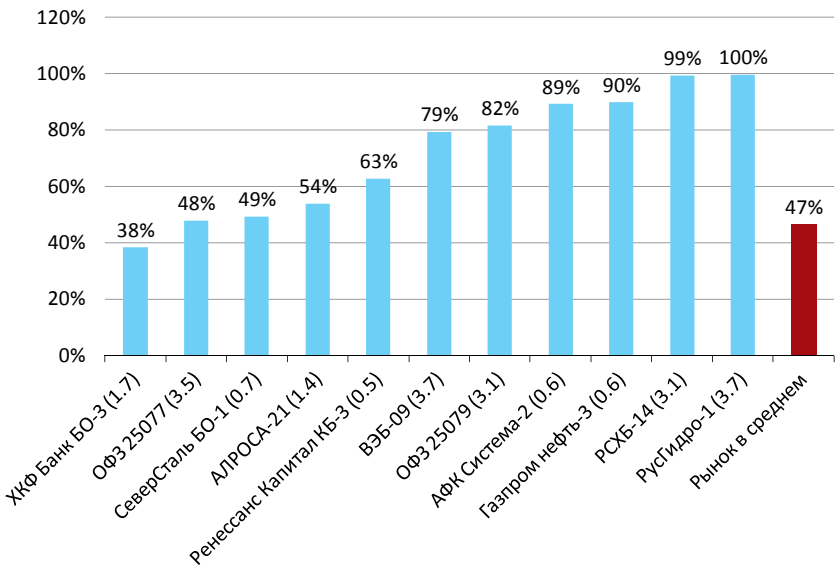

Рисунок 1

Снижение ликвидности отдельных рублевых облигаций за второе полугодие 2011 г.

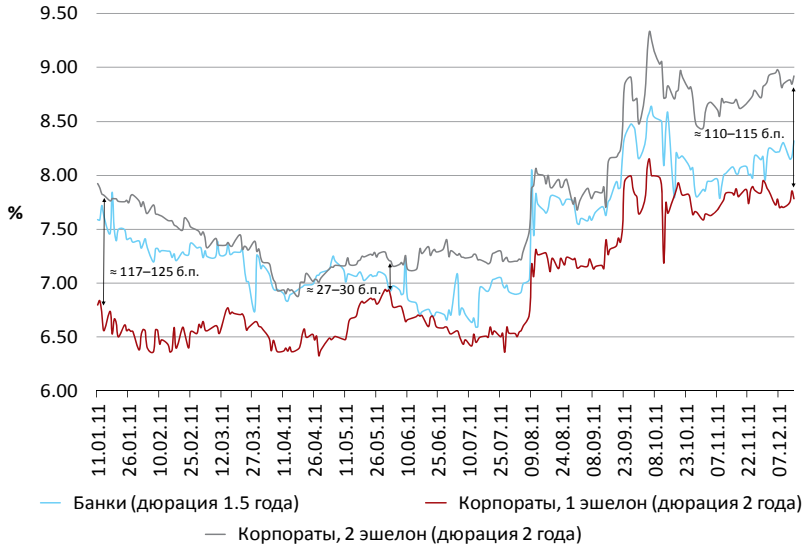

Рисунок 2

Доходности и спреды на рынке рублевого долга и их динамика