Выплывем?

Идет волна переоценки рисков

Канр Лиджиев

Рублевый рынок облигаций, который долго сопротивлялся внешнему негативу, испытал в августе одно из самых быстрых и драматичных падений за последнее время, обнажив многие свои проблемные точки. В частности, внешний шок стал катализатором процесса переоценки рисков, который в ближайшие месяцы может весьма болезненно сказаться на рыночной ситуации. Впрочем, в более долгосрочной перспективе эффект от этого процесса, скорее всего, будет позитивным.

Денис Гусев,
начальник отдела эмиссионных ценных бумаг, Национальный космический банк

Дмитрий Дудкин,
Portfolio Manager, DWS Investments

Павел Пикулев,
главный стратегист департамента исследования долговых рынков, ИБ «ТРАСТ»

Августовские события на рынке облигаций показали, что российский рынок достаточно тесно интегрировался в мировую финансовую систему, а иностранные инвесторы играют на внутреннем рынке далеко не последнюю скрипку. Вывод спекулятивного капитала международными игроками с российского рынка на фоне разворачивавшегося кризиса ликвидности на мировых рынках вкупе с налоговыми выплатами конца месяца спровоцировал рост процентных ставок на межбанке до 9–10% годовых. Для поддержания рублевой ликвидности Банк России вынужден был регулярно предоставлять финансовым институтам рекордные объемы денежных средств через инструмент однодневного прямого РЕПО, но денег все равно было недостаточно. Массовые продажи рублевых бумаг иностранцами спровоцировали глубокую коррекцию по всему спектру рублевых бумаг. По оценкам стратегиста долговых рынков ИК «Ренессанс Капитал» Николая Подгузова, рост доходностей долговых инструментов составил во второй половине августа от 50–60 б.п. для облигаций первого эшелона до нескольких процентных пунктов для банковских облигаций и выпусков третьего эшелона. «Ликвидность многих выпусков облигаций резко снизилась, и по некоторым инструментам переоценка кредитных спредов еще предстоит». Начальник отдела эмиссионных ценных бумаг НК Банка Денис Гусев добавляет, что инвесторы не нашли утешения и в формально защитных коротких выпусках второго эшелона, где очередной раз подтвердился тот факт, что рефинансировать и держать спреды по бумагам второго-третьего эшелона котировальщики склонны только на растущем рынке.

Согласно бондовым индексам, по итогам августа наиболее ликвидные бумаги регионов и муниципалитетов выросли по доходности на 24 б.п. — индикатор доходности по индексу Cbonds-Muni закрылся на уровне 6.95% годовых. Котировки ликвидных корпоративных выпусков «просели»

глубже — индикатор доходности по индексу RUX-Cbonds вырос на 55 б.п., достигнув уровня 7.83% годовых.

Несмотря на внешне драматический сценарий развития событий на рынке облигаций во второй половине августа, наши эксперты в целом оптимистически смотрят на перспективы российского долгового рынка до конца года. Самые большие оптимисты работают в УК Deutschebank — DWS Investments. Так, управляющий портфелем облигаций DWS Investments Дмитрий Дудкин призывает рассматривать мировой кредитный кризис «не как вселенскую катастрофу, а как досадную, но абсолютно логичную в условиях удорожания денег неприятность». Он считает естественным, что раскрутка иностранными хедж-фондами своих пирамид, построенных в том числе на базе российских активов, привела к существенному оттоку капитала, который вызвал в конце августа сквиз на рублевом денежном рынке и повысил волатильность курса рубля к бивалютной корзине. «Может ли такая ситуация продолжаться долго? Мы думаем, что нет, — уверен господин Дудкин. — На фоне постоянного притока нефтяных средств ставки денежного рынка должны по меньшей мере стабилизироваться на уровне РЕПО ЦБ РФ (6%), при этом продажи нерезидентов постепенно ослабеют. Это позволит первому эшелону рублевых облигаций закрепиться на уровне порядка 7% годовых и остановит расширение спредов более высоких эшелонов».

Настроения в других финансовых учреждениях более сдержанные: проблемы существуют, но российский рынок сумеет их преодолеть.

Августовская конъюнктура обнажила многие проблемные точки внутреннего рынка облигаций, долгое время остававшиеся в тени на волне растущего рынка в комфортных российских макроэкономических условиях.

Во-первых, остро встал вопрос об эффективности системы банковского рефинансирования в России. Как было уже отмечено выше, ЦБ РФ в августе активно использовал механизм РЕПО для финансирования банковской системы. Но у экспертов вызывает обеспокоенность сценарий, при котором объем РЕПО вдруг достигнет критических уровней, и у банков просто будет не хватать ценных бумаг. «В конце месяца объем РЕПО с ЦБ стал превышать четверть объема ОФЗ в обращении (при этом объем задолженности по ломбардным кредитам достигал 1.3–1.5 трлн руб.), что лично у меня стало вызывать определенную тревогу. Так, если взять срез на 30 августа, то общий объем кредитования в ЦБ (РЕПО плюс ломбардные кредиты) составил порядка $72 млрд, фактически превысив номинальный объем бумаг рублевой части ломбардного списка, — отмечает, например, Денис Гусев. — Ведь очевидно, что распределение ликвидности по банковской системе крайне неоднородно, а существенная часть госбумаг и облигаций первого эшелона находится в портфелях у тех инвесторов, которые не испытывают потребности в ликвидности. Ответ на вопрос, что произойдет, когда банкам уже не будет хватать бумаг для гарантированного рефинансирования в ЦБ, достаточно очевидно просматривался в дальнейшей распродаже бумаг второго-третьего эшелона».

Николай Подгузов,
стратегист на долговых рынках, ИК «Ренессанс Капитал»

Мария Субботина,
заместитель руководителя инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Во-вторых, все так же остра проблема дисбаланса структуры инвесторов на внутреннем рынке облигаций. Доля иностранных инвесторов уже настолько велика, что стоило им «заволноваться», как на рынке возникла проблема с ликвидностью. А это, в свою очередь, ударило по основной группе инвесторов в рублевые бумаги — российским банкам.

В-третьих, рассмотрим ситуацию с управлением рисками и связанными с ним отрицательными процентными ставками на внутреннем рынке облигаций. Низкие уровни доходности на внутреннем рынке облигаций делают его привлекательным для эмитентов всех мастей. Наблюдавшаяся довольно продолжительное время высокая банковская ликвидность позволила выйти на рынок даже самым одиозным заемщикам. Банки ослабили контроль за кредитным качеством. Но вот прошедшие события показали, что ликвидность имеет свойство практически мгновенно сжиматься! Все это должно ускорить процесс переоценки рисков на внутреннем рынке, что приведет к более четкому эшелонированию эмитентов по их кредитному качеству. Так, если на конец июля на рынке можно было найти около десятка выпусков облигаций, торговавшихся с доходностью выше 15% годовых, то на конец августа их количество увеличилось более чем в два раза.

Как полагает заместитель руководителя инвестиционного департамента Промсвязьбанка Мария Субботина, процесс переоценки рисков в облигациях третьего (эмитенты с небольшими масштабами бизнеса и средние по масштабам бизнеса эмитенты с невысоким, но не плохим кредитным качеством) и четвертого (эмитенты высокого риска) эшелонов еще не завершен. «Средний уровень доходности в четвертом эшелоне вырос с начала года с 13% до 15%, мы полагаем, что это еще не предел, и ждем, что общий уровень доходности в данной группе бумаг может вырасти еще на 50–100 б.п. до конца года, — полагает Мария Субботина. — В третьем эшелоне средний уровень

доходности превысил уровень декабря прошлого года на 50 б.п. (с 11% до 11.5%), к концу года рост возобновится и может дойти до 12%».

Вполне возможно, что некоторые компании столкнутся с проблемами рефинансирования долга. С особым вниманием участники рынка начали отслеживать прохождение эмитентами оферт. Пока, по официальным сводкам, всем эмитентам удается найти средства под оферту, при этом многие из них накануне дат оферт стали объявлять повышенные купоны на следующие купонные периоды с целью убедить инвесторов не приносить бумаги на выкуп по оферте. С другой стороны, такие действия эмитентов наводят на мысль о существовании у них текущих проблем с денежными средствами и возможными трудностями при исполнении обязательств по оферте. Однако, по мнению главного стратегиста департамента исследования долговых рынков ИБ «ТРАСТ» Павла Пикулева, коснется это в первую очередь облигаций категории distressed debt и некоторых других «джанковых» выпусков. В целом по рынку большого числа дефолтов в ИБ «ТРАСТ» не ждут. «Российская экономика очень сильна, и большинство заемщиков так или иначе сумеет решить проблему рефинансирования старых долгов, несмотря на слабость финансовых рынков, — уверен Павел Пикулев. — Хотя возможно, что им и придется заплатить за это инвесторам некоторую премию».

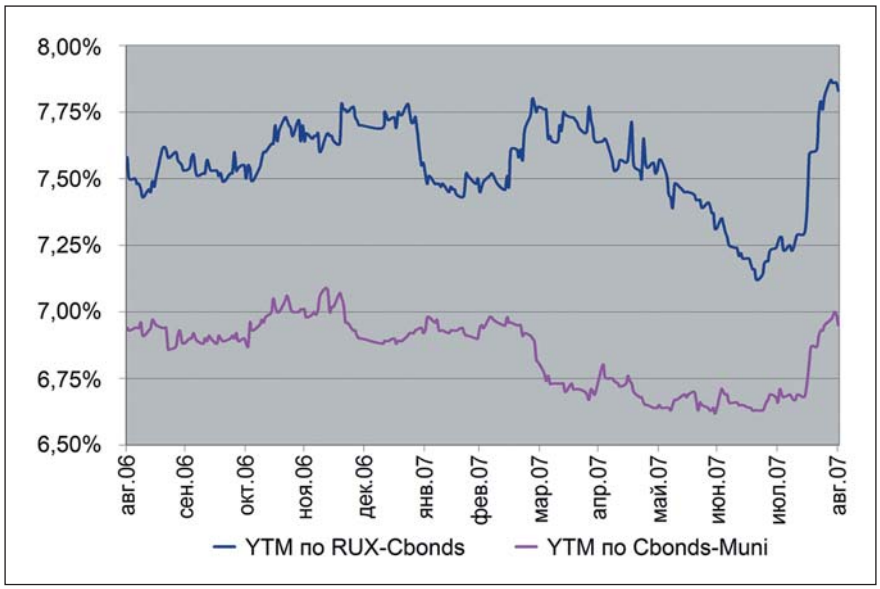
В УК Deutschebank основной риск видят в узкой группе банков, которые в основном фондировались на международных рынках капитала и теперь могут иметь проблемы с рефинансированием сделанных заимствований. Эти имена у всех на слуху — Банк «Русский Стандарт», ХКФ-Банк и УРСА Банк. Но, как считает Дмитрий Дудкин, если внимательно приглядеться, то риск обязательств этих банков является крайне умеренным, а бумаги этих эмитентов при текущих ценах — одни из наиболее привлекательных инструментов на рынке.

Итак, резюмируем, как, по мнению участников рынка, будут разворачиваться события на рынке облигаций в сентябре и в перспективе до конца года. Негативные последствия кризиса на американском рынке недвижимости для мирового финансового рынка еще не преодолены, а значит, рынок российских еврооблигаций будет восстанавливаться очень медленно. Как прогнозирует Павел Пикулев, при хороших новостях с «ипотечного фронта» цены потихоньку начнут расти: «Все-таки суверенный российский спред на уровне 140 б.п. — это очень широко, да и в сегменте корпоративных еврооблигаций имеется много очень дешевых бумаг, особенно среди облигаций банковского сектора с кредитными рейтингами на уровне B», — полагает он. Если негативные новости будут поступать и дальше, то, скорее всего, рынок еврооблигаций останется неликвидным в течение всего сентября. «Это даже падением назвать будет нельзя, на рынке просто не будет котировок», — предупреждает эксперт. В Промсвязьбанке видят диапазон доходности по России-30 в границах 5.8–6.1% до конца года, в корпоративных выпусках евробондов на фоне резкого снижения объемов и количества первичных размещений общий уровень ставок может еще подрасти на 20–50 б.п.

Для внутреннего рынка все это означает, что вероятность дальнейшего вывода средств нерезидентами сохраняется. При этом, по мнению Николая Подгузова, внутренний рынок выглядит фаворитом по сравнению с внешним рынком. Многие иностранные инвесторы существенно сократили свое присутствие на рынке, и продажи этой части инвесторов сократятся. Кроме того, в «Ренессансе» продолжают верить в тенденцию укрепляющегося рубля. Все опрошенные Cbonds Review эксперты считают, что сильные данные по российской макроэкономике поддержат внутренний рынок, а увеличившиеся госрасходы в конце года и преддверии парламентских выборов поддержат приемлемый уровень ликвидности в российской банковской системе. Но ожидать кардинального улучшения ситуации с ликвидностью не стоит, так как ЦБ РФ вряд ли пойдет на существенное насыщение экономики деньгами, чтобы удержать инфляцию в прогнозируемых рамках.

Стратегист ИБ «ТРАСТ» прогнозирует, что в ближайшие месяцы рублевый долговой рынок будет стагнировать на фоне низкой торговой активности. Гусев считает, что вряд ли уже пришло время для агрессивных покупок, хотя можно прогнозировать «точечный спрос на бумаги надежных эмитентов второго-третьего эшелона со стороны управляющих компаний, которые оперируют длинными деньгами». Впрочем, основной интерес инвесторов, по его мнению, все же будет сосредоточен в рефинансируемом первом эшелоне.

Итак, участники рынка в ближайшее время будут заняты осмыслением уроков, которые в очередной раз преподнес им август. Процесс переоценки рисков ускоряется — рынок постепенно более четко структурируется по кредитному качеству компаний и регионов. Слабым эмитентам будет сложнее занимать и придется предоставлять значительные премии при рефинансировании долга. Для многих из них вход на рынок на долгое время, скорее всего, будет закрыт. При этом в целом российский долговой рынок ничего сверхдраматичного не ожидает, и он продолжит свое развитие дальше.



Динамика доходности к погашению по портфелю индекса RUX-Cbonds и Cbonds-Muni