Пульс рынка нормальный, перспективы неопределенные

Канр Лиджиев

***Михаил Галкин**, начальник отдела анализа рынка облигаций «МДМ-Банка»*

***Александр Ермак**, заместитель начальника управления анализа долговых рынков БК «Регион»*

***Александр Кудрин**, аналитик по долговым инструментам ИК «Тройка Диалог»*

***Владимир Малиновский**, начальник отдела анализа рынка долговых обязательств Инвестиционного банка «КИТ Финанс»*

***Алексей Ю**, трейдер по облигациям ИГ «Атон»*

***Николай Подгузов**, аналитик по долговым инструментам ИГ «Ренессанс Капитал»*

***Максим Раскоснов**, аналитик по долговым инструментам «Райффайзенбанк Австрия»*

С началом осени вместе с календарным снижением температуры на улице пришло «охлаждение» и на рынок облигаций. Последний месяц лета оказался поистине «горячим» периодом на вторичном рынке. На фоне еще находящегося «в отпуске» первичного рынка на вторичном наблюдались покупки практически по всему спектру бумаг.

Как результат, по итогам месяца был зарегистрирован рекордный вторичный оборот (включая биржевой и внебиржевой сегменты) по рублевым облигациям в размере 318.4 млрд руб. Покупательский азарт, конечно, не мог не отразиться на доходностях облигаций: индикаторы доходности, рассчитанные по спискам облигационных выпусков индексов RUX-Cbonds и Cbonds-Muni, снизились на 11 б.п. и 5 б.п. соответственно, достигнув уровней 7.58% и 6.94% годовых соответственно.

В сентябре резко активизировались эмитенты на первичном рынке, прежде всего — корпорации и банки. На фоне высокой рублевой ликвидности в сентябре внимания инвесторов хватило и на аукционы, и на вторичные торги. Не снижая оборотов на вторичном рынке корпоративных облигаций, участники рынка были активны в аукционах. Но большое предложение новых бумаг не могло не сказаться на доходностях корпоративных облигаций: снижение доходностей прекратилось, и по итогам первого осеннего месяца индикатор доходности RUX-Cbonds даже закрылся в небольшом плюсе: +3 б.п., рост с 7.5% годовых на 01.09.06 до 7.53% годовых на 29.09.06. На рынке облигаций региональных и местных органов власти предложение бумаг было небольшим, и большинство из них размещалось на внебиржевом рынке. На фоне «дефицита» новых идей участники рынка снизили свои операции на вторичном рынке региональных облигаций, а доходности на фоне низкой активности немного уменьшились: индикатор доходности Cbonds-Muni снизился по итогам месяца на 5 б.п. с 6.93% годовых на 01.09.06 до 6.88% годовых на 29.09.06.

В начале октября «навес» новых выпусков облигаций начал сказываться на «вторичке» (помимо интересных аукционов по корпоративным облигациям, на рынке ожидаются и долгожданные аукционы по муниципальным облигациям). Активность операторов на вторичном рынке снижается, и внимание сосредотачивается на «первичке», где эмитенты предлагают бумаги различного качества, отраслей, объемов, срочности и готовы предоставлять аукционную премию. «Рублевый рынок «накормили» новыми займами, на «вторичке» покупать особо уже никто не хочет, впрочем, как и продавать», — говорит начальник отдела анализа рынка долговых обязательств Инвестиционного банка «КИТ Финанс» Владимир Малиновский.

Но в целом текущая ситуация на внутреннем рынке облигаций остается благоприятной. Вера в укрепление рубля, низкие процентные ставки на внутреннем рынке, высокая рублевая ликвидность, повышающийся интерес иностранных инвесторов — все это продолжает поддерживать рублевый рынок облигаций. Поэтому, несмотря на большое предложение новых бумаг, доходности облигаций на рынке держатся примерно на одном уровне: 7.5-7.6% по корпоративным и 6.88-6.93% по муниципальным (согласно индикаторам доходности, рассчитанным по спискам облигационных выпусков индексов RUX-Cbonds и Cbonds-Muni). «Как известно, столпы, на которых держится вера в рублевый рынок облигаций — это сохраняющиеся низкие процентные ставки на внутреннем рынке, высокий уровень рублевой ликвидности и ожидания дальнейшего укрепления рубля. Мы полагаем, что до конца года все эти составляющие успеха прибыльных инвестиций в рублевые облигации сохранятся», — отмечает аналитик по долговым инструментам ИГ «Ренессанс Капитал» Николай Подгузов. Коллегу поддерживает начальник отдела анализа рынка облигаций «МДМ-Банка» Михаил Галкин: «Своеобразными буферами на рублевом рынке служат низкие короткие ставки фондирования в рублях, а также запас по доходности по сравнению с еврооблигациями, который для облигаций одних и тех же эмитентов с близкой дюрацией составляет от 50 до 100 б.п. и имеет тенденцию к медленному сужению в связи с верой в крепкий рубль».

Судя по планам эмитентов, останавливаться на достигнутом они не собираются — над рынком завис 300-миллиардный «навес» планируемых выпусков корпоративных, региональных и муниципальных рублевых бондов, что, естественно, является существенным для рынка фактором. Заместитель начальника управления анализа долговых рынков БК «Регион» Александр Ермак отмечает: «Определенным «ограничителем» роста котировок на вторичном рынке может стать активизация эмитентов на рынке первичных размещений». Еще более критичен трейдер по облигациям ИГ «Атон» Алексей Ю: «Аппетиты российских компаний по мере развития рынка рублевых облигаций растут, и на последние месяцы года запланировано рекордное количество первичных размещений. Навес новых выпусков, многие из которых будут размещаться с премией, приведет к продажам на вторичном рынке рублевых облигаций».

К сдерживающим можно отнести также внешние факторы: мировые рынки в неопределенности — нет единого мнения о действиях ФРС, а значит, динамика основного базового актива, US Treasuries, остается туманной. «В данный момент спрогнозировать динамику доходностей базовых активов — US Treasuries — достаточно сложно. Даже у крупнейших инвестбанков мнения диаметрально противоположные (Goldman в 2007 г. ждет Fed Rate 4.0%, JP Morgan — 6.0%). Мы же исходим из того, что US Treasuries до конца 2006 г. будут демонстрировать волатильность по мере выхода экономической статистики, а доходности будут колебаться в диапазоне 4.50-5.00% (по десятилетним UST, которые сейчас около 4.75%)», — говорит Михаил Галкин.

«Внешний рынок содрогается от неоднозначной макростатистики по США и выступлений представителей финансовых властей. В какую сторону в ближайшем будущем будет направлена политика ФРС, достоверно не знают, похоже, и в самом агентстве», — констатирует Владимир Малиновский.

Алексей Ю добавляет к этому и нестабильную ситуацию на рынке нефти, «выручка от продажи которой является основным источником ликвидности в России».

Вера в укрепление рубля остается важным фактором привлекательности рублевых активов. Николай Подгузов отмечает: «Единственным жизнеспособным инструментом абсорбирования излишней ликвидности остается бюджет, а единственным способом сдерживания темпов инфляции — укрепление рубля. При таком сценарии развития ситуации рублевые облигации по-прежнему будут оставаться привлекательным объектом для инвестиций». Верит в рубль и Александр Ермак, который считает, что «ожидания дальнейшего укрепления рубля, повышения суверенного кредитного рейтинга России также способствуют сохранению спроса на рублевые бумаги, особенно первого эшелона». Но не все эксперты так уверены в национальной валюте. «Инфляция в сентябре-октябре оказалась в соответствии с чаяниями Правительства, что позволяет Центробанку избежать излишнего укрепления курса рубля», — оппонирует Алексей Ю.

Иностранные инвесторы продолжат увеличивать свой интерес к рублевому рынку облигаций, но инфраструктурные проблемы тормозят их активное проникновение на внутренний российский рынок бондов. «Интерес иностранных инвесторов бесспорно повысился. Однако надо принимать во внимание тот факт, что открытие и увеличение лимитов у больших игроков занимает достаточно много времени, к тому же многие иностранные дома, которые представлены в РФ, оказались не готовы к подобному повороту событий в смысле инфраструктуры, и поэтому пока достаточно вяло «пропагандируют» услуги на рублевом рынке. Я считаю, что интерес к рынку со стороны иностранцев будет только расти, но, возможно, его пик придется на 2008 год, когда пройдут все выборы. Однако в любом случае многое будет зависеть от динамики обменного курса рубля (укрепление которого является на данный момент основным фактором привлекательности)», — делится своими мыслями аналитик по долговым инструментам ИК «Тройка Диалог» Александр Кудрин.

Кроме этого, прекращение укрепления рубля может спровоцировать уход тех, кто уже работает на российском рынке, уверен Алексей Ю: «Ослабление ревальвационных ожиданий может существенно охладить интерес иностранных инвесторов к рублевым активам и заставить их вывести деньги из страны».

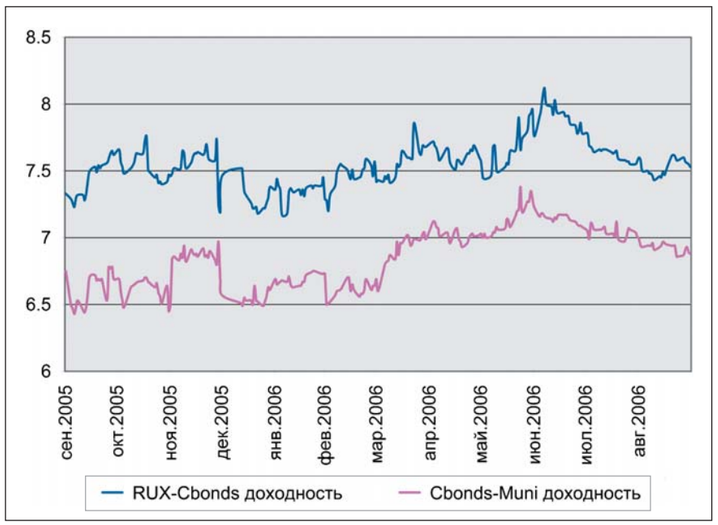
Внутренние процентные ставки, несмотря на инициативы Банка России, пока не стали действенным инструментом управления ликвидностью и не оказывают существенного влияния на облигационный рынок. «Долгое время опасения резкой коррекции на рынке рублевых облигаций участники рынка связывали со стремлением Банка России постепенно поднимать ставки по краткосрочным депозитам с тем, чтобы абсорбировать излишнюю ликвидность. Шаги в этом направлении Банк России сделал в начале года, а затем и в августе. Но каждый раз эффект от этих действий был обратным. Приток спекулятивного капитала усиливался, и ЦБ вынужден был скупать существенные объемы валюты, пополняя валютные резервы. На этой неделе Банк России дал понять, что, скорее всего, на время откажется от такого плана, чтобы не поднимать ставки по депозитам выше ставок беспоставочных форвардных контрактов (NDF) и тем самым избежать спекулятивной игры. Мы полагаем, что эффективно перейти к управлению ликвидностью с помощью процентных ставок Банк России сможет только после снижения огромного положительного сальдо торгового баланса. В перспективе ближайших нескольких лет, по нашим оценкам, положительное сальдо торгового баланса сохранится высоким», — говорит Николай Подгузов.

«В течение первых двух недель октября годовые ставки NDF уже выросли на 50-60 б.п.», — отмечает аналитик по долговым инструментам «Райффайзенбанк Австрия» Максим Раскоснов. По его словам, это не вызвало существенных продаж на рынке облигаций. Дальнейший рост ставок NDF представляется ему маловероятным, так как приток валютной выручки обеспечивает достаточную ликвидность в системе. В обратном уверен Алексей Ю: из-за снижения цен на нефть валютная выручка снизится, и «уже к концу года эпоха избыточной рублевой ликвидности может завершиться».

«Обещания Центробанка повысить ставку по депозитам могут легко воплотиться в жизнь, если спекулятивный спрос на рубль со стороны иностранцев прекратится, и это не может не сказаться на рынке облигаций», — уже оппонирует Алексей Ю Николаю Подгузову.

Суммируя вышесказанное, можно обрисовать следующие три сценария развития ситуации на рынке рублевых облигаций до конца года.

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



ОПТИМИСТИЧЕСКИЙ СЦЕНАРИЙ

Не имея других действенных инструментов в своем арсенале, Банк России будет вынужден продолжить политику укрепления рубля, что является одним из главных привлекательных факторов для инвесторов, и в первую очередь — иностранных. Внутренние процентные ставки будут оставаться на относительно низких уровнях, а рублевая ликвидность — на относительно высоком уровне. Огромный «навес» предложения новых рублевых бондов и неопределенность на внешних рынках являются сдерживающими факторами, но они не окажут сильного негативного влияния на рынок.

Александр Ермак считает, что до конца года уровни доходности середины октября сохранятся по облигациям первого эшелона, а по облигациям второго-третьего эшелона, региональным и муниципальным облигациям продолжится снижение доходностей: «Наиболее вероятным видится сохранение текущего уровня доходности по облигациям первого эшелона. В то же время наиболее привлекательными остаются облигации второго-третьего эшелонов качественных эмитентов, дальнейший рост цен которых возможен в рамках сужения их спреда по доходности к первому эшелону. Кроме того, с точки зрения соотношения «риск/доходность» советую обратить внимание инвесторов на рынок субфедеральных и муниципальных облигаций. Высокие темпы роста региональных экономик, улучшение финансового состояния субъектов РФ (что выражается, в частности, в повышении их кредитных рейтингов со стороны международных рейтинговых агентств) — все это будет способствовать дальнейшему сокращению их спредов к ОФЗ. Наиболее интересными остаются средне- и долгосрочные выпуски с доходностью порядка 7.5-8.5% годовых и текущим спредом к ОФЗ порядка 200-250 б.п., что с учетом снижения рисков выглядит завышенным».

Николай Подгузов более оптимистичен, он видит постепенное снижение доходностей практически по всему спектру рынка: «Перспективы рублевого рынка облигаций до конца года видятся благоприятными. На наш взгляд, покупательская активность в ближайшие месяцы будет способствовать постепенному снижению доходностей рублевых облигаций. К концу года премия между суверенными рублевыми и валютными выпусками может установиться на уровне 40-50 б.п. против нынешних 70-80 б.п. Кроме того, мы полагаем, что облигации первого эшелона в перспективе должны торговаться ближе к кривой доходности ОФЗ. Справедливый уровень спреда ОФЗ — первый эшелон мы оцениваем на уровне 30-50 б.п. против нынешних 80-100 б.п. Соответствующий сдвиг доходностей возможен и в более доходных сегментах рублевого рынка облигаций».

УМЕРЕННЫЙ СЦЕНАРИЙ

Большинство экспертов сходятся на том, что ставки середины октября не претерпят существенных изменений. Поддерживающие и сдерживающие факторы, влияющие на рынок, будут уравновешивать друг друга до конца года.

Максим Раскоснов: «Думаю, до конца 2006 года существенных изменений ставок на облигационном рынке не произойдет... Ближе к концу года возможны локальные продажи в облигациях, однако они, скорее всего, будут носить временный характер. Мне представляется, что те уровни доходности, к которым пришел рынок к середине октября, сохранятся в течение довольно длительного времени».

Михаил Галкин: «Рублевый рынок, по нашему мнению, будет еще менее волатилен, чем рынок еврооблигаций. Если в еврооблигациях возможно движение, то оно будет в более мягкой форме повторять движение UST. При этом доходности рублевых облигаций, вероятнее всего, будут реагировать на это еще менее эмоционально и останутся около текущих уровней до конца года».

Владимир Малиновский: «Значительного ухудшения конъюнктуры до конца года не жду, в худшем случае цены сохранятся на текущем уровне, в лучшем — мы поучаствуем в традиционном новогоднем ралли. Поводом для улучшения ситуации на рынке могут стать позитивные сигналы с западных площадок, укрепление рубля к корзине валют на фоне возможного ускорения темпов роста инфляции в России, рост денежной ликвидности в декабре».

ПЕССИМИСТИЧЕСКИЙ СЦЕНАРИЙ

Фактор окончания года, большого предложения новых бумаг и нестабильность внешних рынков все-таки возьмут вверх, и роста доходностей к концу года не избежать. В «медвежьих» позициях стоят Александр Кудрин и Алексей Ю.

«Декабрь традиционно является достаточно тяжелым периодом времени для рынка рублевых облигаций. Окончание года (в том числе и финансового) сопровождается, как правило, ростом уровня процентных ставок на рынке МБК, что оказывает отрицательное влияние на настроения инвесторов. К тому же не стоит забывать о том, что многие операторы стараются к Новому году привести свои позиции в «порядок», а некоторые и зафиксировать прибыль. Эти факторы, как правило, приводят к снижению ликвидности и росту процентных ставок. В какой-то мере этот эффект может быть нивелирован ростом бюджетных расходов (существенно отстающих от плана), который способствует формированию дополнительной ликвидности. Принимая во внимание все вышесказанное, мы ожидаем роста доходности по бумагам первого эшелона на 15-20 б.п.», — заключает Александр Кудрин.

«Мы полагаем, что доходности рублевых облигаций к концу года могут вырасти на 25-50 б.п.», — подводит черту Алексей Ю.

Как видим, в целом «пульс» рынка нормальный, и на середину октября он находится в хорошей форме. Но перспективы рынка туманны: у опрошенных нами экспертов нет единого мнения по движению ставок до конца года. Расхождения в 50 б.п. при текущих уровнях ставок на рынке уже достаточно существенны. Поэтому в продолжение темы ставок на рынке в следующей рубрике «Медведь VS Бык» мы представим более детальный взгляд двух экспертов, имеющих диаметрально противоположные позиции по движению ставок до конца года: «Медведя» — Александра Кудрина из «Тройки Диалог» и «Быка» — Николая Подгузова из «Ренессанс Капитала».