Уповаем на государство

Канр Лиджиев

Рынок облигаций продолжает биться в лихорадке, задыхаясь от нехватки рублевых средств. Повышения уровня ликвидности в системе участники рынка ждут как глотка свежего воздуха, способного помочь перевести дыхание. В этой ситуации, по мнению экспертов, без государственной поддержки не обойтись: финансовым властям необходимо протянуть руку помощи российскому рынку, но делать это стоит осторожно, дабы не навредить молодому рыночному организму. Причем одной только господдержкой не обойтись — без стабилизации ситуации на внешних рынках значительный рост котировок рублевых облигаций вряд ли возможен.

Тимур Галеев,
аналитик отдела анализа финансовых рынков, АКБ «Спурт»

Михаил Галкин,
начальник отдела анализа рынка облигаций, МДМ-Банк

Ольга Голубь,
кредитный аналитик, ИНГ Банк

Первый осенний месяц продолжил испытывать молодой российский рынок облигаций на прочность. Проблема фондирования текущих позиций вышла на первый план. Как отмечает начальник отдела анализа долгового рынка МДМ-Банка Иван Манаенко, РЕПО под залог облигаций в редкие дни опускалось ниже 6% годовых, тогда как в дни налоговых выплат и вовсе зашкаливало за 10% годовых. На фоне глобальных финансовых рисков и ощутимого падения стоимости и снижения ликвидности рублевых облигаций многие банки вообще перестали кредитовать под залог облигаций. В частности, в начале месяца с рынка РЕПО практически ушел такой крупный игрок, как ВТБ.

Все это привело к тому, добавляет к сказанному начальник отдела анализа рынка облигаций МДМ-Банка Михаил Галкин, что после массовых продаж рублевых бумаг иностранцами в августе с началом осени «эстафету продаж» подхватили российские банки. На фоне ослабления рубля и роста ставок NDF не помогли даже новости о решении ЦБ РФ расширить собственный список РЕПО. Закономерной тенденцией стало опережающее расширение спредов в выпусках второго и третьего эшелонов, там, где присутствовала хоть какая-то ликвидность, так как после заметного падения цен в этом сег-

менте рынка биды и вовсе исчезли. Особенно ярко эта ситуация, разумеется, проявилась в сегменте банковских облигаций. Вся активность рыночных игроков переключилась на госбумаги и корпоративные бонды первого эшелона, входящие в ломбардный список ЦБ.

Эксперты отмечают, что после долгожданного заседания ФРС, порадовавшего мировое финансовое сообщество снижением базовой ставки по доллару сразу на 50 б.п., рынок облигаций слегка ожил, однако совсем ненадолго. Из-за сложной ситуации с ликвидностью и налоговых платежей конца квартала эффект от этого события за пределами первого эшелона облигаций был минимальным.

В начале третьей декады сентября новоиспеченный вице-премьер Алексей Кудрин, сохранивший за собой пост министра финансов, заявил, что государство окажет финансовому сектору поддержку.

Практически в унисон с этим заявлением сложившееся положение на долговом рынке неожиданно нарушил какой-то крупный стратегический инвестор, который начал беспрецедентные покупки ОФЗ по гораздо более высоким ценам, чем были в тот момент на рынке. Аналитик банка «Спурт» Тимур Галеев не сомневается в том, что это был крупный госбанк или сам ЦБ РФ: «Объем и масштаб интервенций этого игрока практически не оставили сомнений в том, что либо это действующий по решению правительства крупный банк с государственным участием, либо же сам Банк России». Все остальные эксперты также придерживаются мнения, что этим инвестором мог быть только какой-либо из государственных финансовых институтов. По наблюдениям аналитика банка «Спурт», не только возобновились покупки корпоративных бумаг первоклассных эмитентов, но также немного увеличилась и активность в более дальних эшелонах.

По словам Ивана Манаенко, если бы не было ободряющего высказывания Кудрина, которое ознаменовалось началом интервенций Банка России на рынке госбумаг, финал месяца мог получиться «совсем драматическим». Результатом такой активности на рынке ОФЗ стал резкий рост оборотов госбумагами — по итогам сентября оборот ОФЗ превысил доселе невиданную цифру в 100 млрд руб.!

Согласно бондовым индексам, по итогам сентября наиболее ликвидные бумаги регионов и муниципалитетов выросли по доходности на 20 б.п. — индикатор доходности по индексу Cbonds-Muni закрылся на уровне 7.15% годовых. Котировки ликвидных корпоративных выпусков снова «проседали» глубже — индикатор доходности по индексу RUX-Cbonds вырос на 41 б.п., достигнув уровня 8.21% годовых.

Хотелось бы отметить, что в конце месяца по некоторым региональным выпускам прошли странные сделки по ценам значительно выше цен предложения, которые выставлялись на ММВБ в течение месяца. В результате по итогам месяца по некоторым из них зафиксировано снижение доходности.

В перспективе до конца текущего года наши эксперты главные свои надежды связывают с государственной поддержкой. Наиболее ярые сторонники господдержки работают в банке «ЗЕНИТ». Так, аналитик инвестиционного департамента банка «ЗЕНИТ» Ольга Ефремова уверена, что «роль основных иммуностимуляторов долгового и денежного рынков в настоящее время принадлежит государственным финансовым институтам в лице Минфина и ЦБ». Она полагает, что в настоящей ситуации, когда на рынке сложилось некое расслоение участников — в частности, более комфортное положение так называемых банков «первого круга» и, прямо сказать, незавидное у более мелких игроков — участие госструктур в процессе формирования рыночной конъюнктуры становится все более необходимым: «Так, расширение механизма рефинансирования ЦБ РФ посредством увеличения лимита рефинансирования, повышения поправочных коэффициентов для бумаг, формирующих ломбардный список, снижения дисконта по бумагам, принимаемым в залог при операциях РЕПО, запланированного на октябрь снижения требований к рейтингу эмитентов, чьи бумаги принимаются в залог при РЕПО, выглядят вполне адекватно в условиях, когда оказавшийся «спасительной соломинкой» в августе механизм РЕПО постепенно теряет свой позитивный эффект в силу большей доступности лишь крупным игрокам».

С другой стороны, некоторые шаги монетарных властей настораживают участников рынка. Так, акция с покупкой ОФЗ несколько напрягла рынок: власти продемонстрировали, что имеют значительные возможности по фактическому манипулированию ценами госбумаг, руководствуясь некими своими целями,

Ольга Ефремова,
аналитик инвестиционного департамента, банк «ЗЕНИТ»

Иван Манаенко,
начальник отдела анализа долгового рынка, ИК «Велес Капитал»

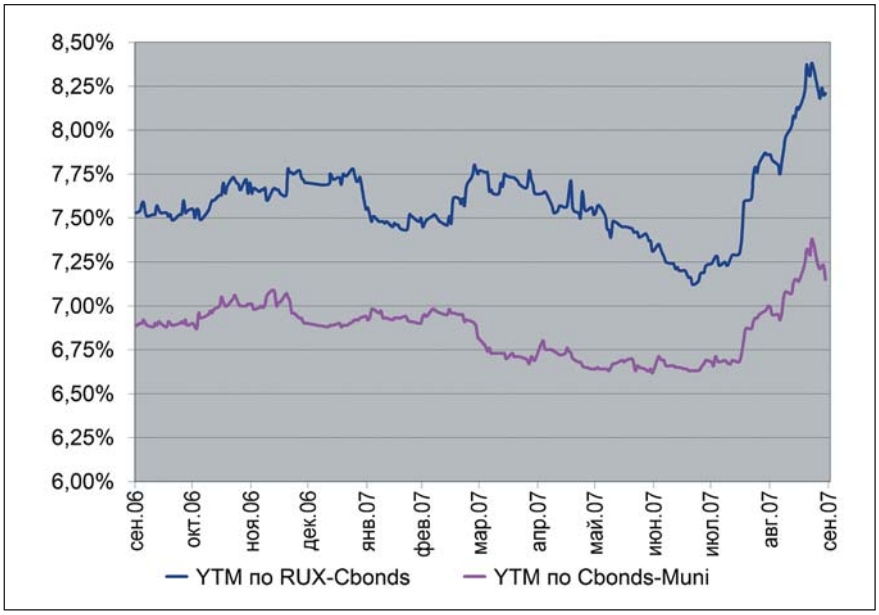
а также, вполне возможно, могут оказывать влияние на ценообразование по бумагам госкорпораций, что становится еще более интересным в преддверии запланированных размещений облигаций близких к государству корпораций. Случайным ли является тот факт, что Россельхозбанк объявил дату аукциона 21 сентября, что практически совпало по моменту с заявлениями Кудрина и началом агрессивных покупок на рынке ОФЗ? В случае продолжения государством такой политики существует высокая вероятность подрыва доверия инвесторов к госбумагам как рыночным инструментам, и большая работа, проделанная Минфином по восстановлению статуса ОФЗ как бенчмарка рынка рублевых облигаций, «пойдет коту под хвост».

Кроме того, Минфин не отказывается от планов увеличения предложения государственных бумаг до конца года, что в условиях дефицита рублевых средств будет только накалять обстановку. Кредитный аналитик ИНГ Банка Ольга Голубь уверена, что инвесторы не готовы покупать ОФЗ без существенной премии: «Судя по последним трем аукционам ОФЗ, спрос на госбумаги возможен только при наличии существенной премии к вторичному рынку. Мы не исключаем, что в рамках запланированных размещений ЦБ будет предлагать госбумаги по более высокой доходности, чем на вторичном рынке». От себя добавим: если только эти бумаги не купит крупный государственный инвестор.

Кроме того, в ИНГ Банке считают, что в связи с риском ускорения инфляции денежные и фискальные власти не заинтересованы в избыточном росте ликвидности. Так, в августе ЦБ РФ в очередной раз поднял на 25 б.п. ставки по депозитам, установив таким образом нижнюю границу для ставки по однодневным кредитам на уровне 2.75%.

Все эксперты уверены, что какой бы ни была поддержка государством рынка облигаций, эти меры могут только поддержать рынок на текущих уровнях. Без восстановления внешних рынков говорить о полном восстановлении российского рынка не приходится. «Более того, давление внешнего негатива может свести на нет все попытки ЦБ и Минфина по стабилизации ситуации с ликвидностью», — не исключает Ольга Ефремова.

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



Хорошо резюмируют общий настрой наших экспертов слова Михаила Галкина: «Для уверенного движения вверх нам необходим приток капитала и покупки валюты Банком России. К концу сентября курс рубля к бивалютной корзине уже укрепился до предполагаемого уровня поддержки ЦБ (29.61 руб.), но покупки валюты ЦБ РФ были минимальны. Без этого источника рублевой ликвидности рынку рублевых облигаций будет нелегко».

В октябре ожидаются первые, пускай и предварительные, итоги деятельности западных компаний и банков за третий квартал. На взгляд Ивана Манаенко, существует высокая вероятность того, что результаты окажутся отнюдь не блестящими, что вполне может спровоцировать новую волну сокращения взаимных лимитов, и как следствие — новую волну оттока капитала из России. Неслучайно в ЦБ готовятся к росту объемов операций прямого РЕПО до немыслимого ранее уровня в 450–500 млрд руб. Впрочем, как тут же добавляет аналитик «Велес Капитала», пока динамика цен на мировых рынках вполне позитивна.

В МДМ-Банке в краткосрочном периоде ожидают, что внешняя конъюнктура может чуть улучшиться, в том числе стараниями ФРС США. Поэтому вероятно, что аппетит к риску до конца года чуть возрастет, что, возможно, поможет российскому рынку облигаций несколько восстановиться.

Соглашаются с коллегами и в банке «ЗЕНИТ»: «В преддверии очередного заседания ФРС, намеченного на 31 октября, которое с достаточно большой вероятностью может принести очередное снижение базовой ставки в США, проблески оптимизма вполне способны устроить небольшое ралли. В то же время открытым пока остается вопрос, насколько скоро вновь станет лояльным отношение иностранных инвесторов к российскому риску, что будет способствовать тому, чтобы конъюнктура стала более комфортной».

В банке «Спурт» считают, что иностранные инвесторы будут играть второстепенную роль на рынке рублевых долгов до конца года: «Пока западные банки не решат вопросы с собственной ликвидностью, а также не забрезжит свет в проблеме субпрайма США, не стоит ожидать резкого возобновления притока спекулятивного иностранного капитала в рублевые долговые активы».

В связи с более осторожным подходом инвесторов к кредитному риску и по-прежнему слабым спросом со стороны иностранных инвесторов в ИНГ Банке не исключают продолжения процесса расширения спредов корпоративных облигаций.

Резюмируем: если государство будет поддерживать внутренний рынок, то, вероятнее всего, он останется на прежних ценовых уровнях, если нет, то пессимистические настроения усилятся.