Растем в счет кредита доверия

Канр Лиджиев

Несмотря на продолжающуюся неопределенность с ликвидностью в банковской системе, в октябре рынок облигаций начал показывать некоторые симптомы выздоровления. Возвращается интерес к российскому рынку облигаций у иностранных инвесторов. А отечественные игроки поддерживают рынок облигаций в кредит доверия государству, пребывая в уверенности, что в ноябре-декабре бюджетные деньги все-таки дойдут до рынка и стабилизируют ситуацию с ликвидностью. Если деньги не придут, то рынок, по всей видимости, ожидает волна разочарования.

Алексей Ю,
Corporate Bond Trader,
«АТОН»

Александр Ермак,
главный аналитик
долговых рынков,
БК «РЕГИОН»

Михаил Никитин,
аналитик по облигациям,
Райффайзенбанк
Австрия

В октябре активность участников рынка облигаций заметно выросла. Биржевой объем торгов негосударственными облигациями вернулся на докризисные уровни и достиг уровня 322 млрд руб. (для сравнения: по итогам июля биржевой оборот торгов корпоративными и муниципальными бондами составил 320 млрд руб.). Как отмечает трейдер облигациями компании «АТОН» Алексей Ю, продажи «по любым ценам» практически полностью исчезли в начале октября, а по мере оживления на западных рынках в Россию стали возвращаться иностранные инвесторы. Спрос со стороны российских банков также начал постепенно восстанавливаться, правда, преимущественно на качественные и относительно ликвидные облигации.

Появившийся спрос на облигации положительно сказался на их котировках, но доходности, в отличие от объемов торгов, пока не вышли на докризисные уровни. Согласно бондовым индексам, по итогам октября наиболее ликвидные бумаги регионов и муниципалитетов снизились по доходности на 31 б.п., а корпоративные бонды — на 39 б.п. Индикаторы доходности по индексам Cbonds-Muni и RUX-Cbonds закрылись на уровнях 6.8% и 7.86% годовых соответственно.

Главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН» Александр Ермак добавляет, что при повысившемся спросе в первом и затем во втором эшелоне в третьем эшелоне можно говорить лишь о выборочном спросе, который нередко определялся выходом позитивных новостей по самим эмитентам.

Это говорит о том, что ценообразование в первом и частично во втором эшелоне достигло некоторого устойчивого состояния, а в третьем и далее эшелонах процесс переоценки рисков

продолжается. Инвесторы еще не до конца четко понимают, как оценивать в сложившихся обстоятельствах такие бумаги. По мнению аналитика по облигациям Райффайзенбанка Михаила Никитина, в условиях резкого сжатия ликвидности движения спредов большинства рублевых бумаг практически перестали коррелировать с их кредитным качеством: «Инвесторы пытались избавиться от бумаг, на которые можно было найти более-менее адекватный спрос, а немногочисленные идеи на покупку ограничивались бумагами, под которые можно рефинансироваться в ЦБ».

Все эксперты подчеркивают важную роль монетарных властей в улучшении микроклимата на рынке облигаций. Так, по словам аналитика долговых рынков Дойче Банка Михаила Волхонского, по мере ослабления влияния негативных внешних факторов, связанных с потрясениями на мировых рынках, предпринимаемые в октябре усилия ЦБ РФ по поддержанию ликвидности начали приносить свои плоды. Ставки по межбанковским кредитам снижались, а котировки ликвидных облигаций постепенно росли. Даже ускорение инфляции не оказало существенного негативного влияния на настрой инвесторов.

Именно ликвидность в банковской системе сейчас является ключевым фактором, который определяет ситуацию на российском облигационном рынке.

При этом следует подчеркнуть, что некоторые объявленные меры Центрального банка и особенно Минфина РФ носят пока декларативный характер. Рыночные игроки поддерживают рынок облигаций практически в кредит доверия монетарным властям. Их основные надежды связаны с притоком обещанных бюджетных денег в ноябре-декабре 2007 г. Наши эксперты уверены, что деньги придут на рынок, но нет консенсуса по вопросам, в каком объеме они придут и на что их может хватить.

Так, например, в «АТОНе» считают, что денежные власти не склонны заниматься благотворительностью и будут обеспечивать ликвидность ровно в том объеме, которого будет достаточно для предотвращения банковского кризиса. И не стоит ожидать того денежного изобилия, к которому рынок привык в первой половине года.

В Райффайзенбанке приветствуют начинания госструктур, но думают, что пришедшие деньги сосредоточатся в конечном итоге в крупнейших банках, поэтому достаточно легко представить ситуацию, при которой по формальным признакам денежных средств в системе будет достаточно, но они окажутся фактически изолированными на счетах ограниченного круга банков.

В Дойче Банке ожидают, что денег будет больше, чем обычно, что связано с расходами на парламентские и президентские выборы, и ситуация на рынке будет зависеть уже больше от внешних факторов, а в более долгосрочной перспективе на первый план выйдет инфляция.

В БК «РЕГИОН» уверены, что одних только действий ЦБ мало и многое будет зависеть от своевременного выполнения обещаний правительства по докапитализации государственных корпораций развития, средства которых могут быть временно предоставлены крупнейшим российским банкам.

Таким образом, продолжение роста на рынке облигаций зависит от возможности властей выполнить свои обещания и насытить систему деньгами, причем как можно равномернее. Без радикального улучшения ситуации с ликвидностью бондовому рынку не удастся полностью восстановиться как минимум до конца года. Одних только иностранных инвесторов не хватит. Более того, эксперты уверены, что массового спроса из-за границы ждать не стоит — еврооблигации сравнимых эмитентов выглядят привлекательнее рублевых бумаг.

Михаил Волхонский,
Fixed Income Analyst,
Дойче Банк

Александр Митус,
аналитик,
НОМОС-БАНК

Юрий Бодрин,
главный аналитик
департамента рынка капитала,
Связь-Банк

Главный аналитик Связь-Банка Юрий Бодрин считает, что рынок консолидировался на достигнутых уровнях. И если в начале ноября ставки межбанка будут держаться на приемлемых уровнях и ФРС США продолжит снижать ставку, не исключено, что до конца года на внутреннем долговом рынке можно будет наблюдать позитивную динамику котировок.

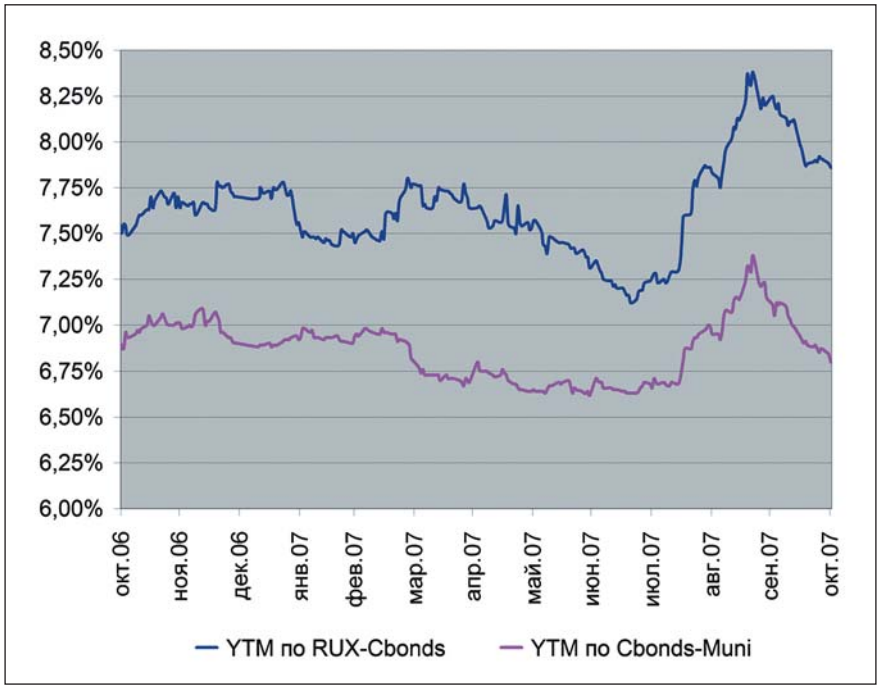
Алексей Ю прогнозирует, что долговой рынок до конца года будет характеризоваться нехваткой ликвидности, а ставки однодневного межбанковского кредита будут на уровне 5–7% годовых. Несмотря на дорогие деньги, по его мнению, нас ждет большой объем первичных размещений, что вообще традиционно для конца года. А в этом году как никогда накоплено значительное отложенное предложение. Размещаться будут только эмитенты первого и второго эшелонов. При этом первые будут размещаться с теми же кредитными спредами, которые они имеют на рынках еврооблигаций, или немного уже, а вторые будут размещаться с повышенной ставкой из-за плохого аппетита инвесторов к кредитному риску. Третий эшелон, скорее всего, не сможет выйти на рынок в 2007 г. по приемлемым для него ставкам доходности и предпочтет банковский кредит.

По мнению Михаила Никитина, благодаря усилиям Центрального банка и притоку ликвидности из бюджетных и околобюджетных источников в конце года уровень ликвидности на российском рынке должен стабилизироваться. Однако участникам рынка в любом случае придется привыкать к новому минимальному уровню ставок денежного рынка — не менее 3–4% годовых. Никитин говорит: «Это связано прежде всего с глобальной переоценкой рисков и структурными диспропорциями российской банковской системы. Котировки ОФЗ вряд ли упадут ниже четко обозначенного самим ЦБ «уровня поддержки», но и на серьезный рост цен тоже не стоит рассчитывать. Меры ЦБ и Минфина окажут поддержку в основном инструментам первого эшелона, торгующимся со спредами к ОФЗ на уровне 70–130 б.п.».

Корпоративный сегмент будет менее нервно реагировать на волны напряженности, приходящие с внешних рынков. Никитин склонен связывать это не с улучшением ситуации с ликвидностью в банковской системе, а с резким сокращением влияния на рублевый рынок иностранных игроков, низкой ликвидностью большинства корпоративных выпусков второго и третьего эшелонов. Аналитик Райффайзенбанка уверен, что ликвидность в этих эшелонах до конца года не восстановится. «Напротив, даже тот нестабильный и слабый спрос, который периодически возникает в этом сегменте, крайне уязвим к дефолту по любому более-менее крупному выпуску», — считает он. Вместе с тем, резкого сужения спредов наиболее ликвидных бумаг также не произойдет из-за потенциального предложения на первичном рынке от заемщиков с высоким кредитным качеством (все они будут постоянно искать «окна» для размещения).

Фактор первичного рынка также отмечает Александр Ермак: «Даже при положительных внешних и внутренних факторах ожидать существенного роста цен и снижения доходности на вторичном рынке рублевого долга ожидать не стоит, так как в этом случае можно ожидать возобновления первичных размещений, а общий объем «навеса» из зарегистрированных выпусков на конец октября уже превышает 325 млрд руб.»

Поддерживает коллег и аналитик НОМОС-БАНКа Александр Митус. Он считает, что ситуация на рынке становится более благоприятной для первичных размещений и надеется увидеть весьма значительные объемы первички.

Итак, кратко резюмируя, отметим, что после более двух месяцев оцепенения рынок облигаций начал оживать. Наконец-то мы увидели некоторый спрос со стороны иностранных инвесторов, но их действий явно недостаточно для продолжения начавшегося роста на рынке. Более того, спрос из-за рубежа вряд ли будет носить массовый характер. Позитивный общий настрой российских инвесторов в основном связан с уверенностью, что обещанные бюджетные деньги придут на рынок уже в самое ближайшее время. Если деньги придут, то в первую очередь это поможет первому и качественному второму эшелону, в сегменте которых можно будет считать, что процесс переоценки рисков закончился. В то же время, даже при самом благоприятном стечении обстоятельств в третьем и далее эшелонах процесс переоценки рисков продолжится, и ликвидность этого сегмента до конца года не восстановится. Если бюджетные деньги до рынка не дойдут, то, по всей видимости, рынок ожидает волна разочарования, и о восстановлении рынка в ближайшее время можно будет забыть.

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