Карнавала не будет

Иван Макаров

В ноябре оживления, на которое надеялись участники рынка, так и не произошло. Бюджетные средства институтов развития были перечислены из казны лишь в последние дни осени, когда разочаровавшиеся инвесторы заметили наконец вторую волну мирового кризиса и практически до нуля сократили активные операции, а эмитенты окончательно отказались от идеи реализовать свои бумаги в этом году. Так что, судя по всему, как и в прошлые годы, ожидаемое многими предновогоднее ралли обернется на деле лишь гонками в песочнице.

Екатерина Леонова,
старший аналитик по долговым рынкам, Альфа-Банк

Владимир Малиновский,
начальник отдела анализа рынка долговых инструментов, инвестиционный банк «КИТ Финанс»

Максим Орешкин,
старший менеджер управления рынков капитала департамента инвестиционно-банковских услуг, РОСБАНК

Опрошенные Cbonds Review эксперты все как один настроены пессимистично. Второй вал международного кризиса, нарастающий в мире с октября, несмотря на все усилия ведущих центральных банков, вполне способен в итоге обернуться девятым валом для многих финансовых корпораций, остойчивость которых на волнах бурного финансового океана еще год назад не подвергалась сомнению. Но самое главное то, что стало понятно: кризис не будет носить скоротечный характер, и трясти мировую финансовую систему будет еще очень и очень долго — в лучшем случае полгода, а то и до следующей осени. А значит, проблемы с ликвидностью, возникшие у российских участников финансового рынка из-за исчезновения практической возможности получить денежные ресурсы за рубежом в прежнем объеме, не говоря уже о прежних условиях, будут возникать и в наступающем году. И многое, если не все, будет зависеть теперь от того, в каких объемах будут поступать на рынок бюджетные деньги, выделенные на развитие самых разных направлений, к примеру, на развитие нанотехнологий.

Степень этой зависимости рынок уже в полной мере оценил в нынешнем ноябре, лишь в самом конце которого бюджетные миллиарды появились наконец на счетах крупнейших, преимущественно государственных, банков. В результате долгого ожидания рынок облигаций и без всяких научных прорывов чуть не заполучил приставку «нано».

«Начало ноября было достаточно противоречивым. Тогда как объем сделок РЕПО с Банком России составлял 140–170 млрд руб. ежедневно, а ставки по однодневным рублевым кредитам держались выше 7.5% годовых, в долго-

вом сегменте дефицита ликвидности практически не ощущалось, — говорит старший аналитик Альфа-Банка Екатерина Леонова. — Еще в конце октября инвесторы начали наращивать позиции, ожидая, что «вот-вот» банковская система получит доступ к бюджетным деньгам, приход которых решит все проблемы, вызванные глобальным кризисом, стимулирует ралли на облигации, которое плавно перетечет в предновогоднее ралли. Однако прошла декада, а денег все не было. Уровень ликвидности в банковской системе оставался стабильным — на уровне, явно недостаточном для поддержания восходящего ценового тренда. В итоге инвесторы разуверились в притоке свежих средств, и началось плавное сползание котировок. Одновременно рынок растерял почти всю ликвидность — заявки на покупку и продажу облигаций чуть более крупного объема, нежели стандартный, сразу же приводили к резким колебаниям цены этого выпуска».

В результате, уже с середины ноября инвесторы стали использовать любую возможность для сокращения позиций. Их уже не прельщали крайне высокие ставки купонов, увеличенные на 150–250 б.п. Объем выпусков, предъявляемых к выкупу по оферте, возрос в ноябре до 70–90%.

«Месяц выдался на редкость нервным и дерганым, чему способствовали резкая смена настроений инвесторов на фоне негативного новостного фона из мирового финансового сектора, противоречивая статистика в США и большое количество выходных дней в России и на Западе, — согласен с коллегой из Альфа-Банка Денис Гусев, начальник отдела эмиссионных ценных бумаг Национального космического банка. — На внутреннем рынке к внешнему негативу добавлялась тяжелейшая ситуация на денежном рынке. На этом фоне надежды на вливания ликвидности в банковскую систему со стороны институтов развития не оправдались, а Минфин и квазигосударственные заемщики проявляли не совсем уместную активность на первичном рынке, которая то ли прозорливо предвосхищала дальнейший существенный рост ставок на рынке, то ли подготавливала платформу для вливания тех самых бюджетных средств через институты развития. В таких условиях рынок рублевого долга объективно оставался слабым и неликвидным».

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

Александр Морозов,
Chief economist, Russia and CIS, HSBC Bank

В начале ноября вместе с зародившимся оптимизмом инвесторов активизировались и эмитенты. О планах по выходу на рынок в ноябре заявляло порядка 15–17 эмитентов. Однако их надежды не оправдались. В итоге размещение облигаций смогли провести лишь 7 эмитентов на сумму 55.5 млрд руб. Однако необходимо учитывать, что из состоявшихся размещений лишь два можно с натяжкой признать «рыночными».

Размещение двух выпусков Газпромбанка суммарным объемом 40 млрд руб. явно носило технический характер, как и размещение облигаций «ВТБ-Лизинг» на 8 млрд руб. «Причин для организации подобных технических размещений может быть несколько. Во-первых, выпуск облигаций Газпромбанка, ВТБ — это появление дополнительной возможности по рефинансированию в Банке России под относительно невысокие процентные ставки, — рассуждает госпожа Леонова. — Во-вторых, не исключено, что данные облигации выпускались под определенного «заказчика» (например, Пенсионный фонд). И когда у ПФР появится возможность, эти облигации осядут в его портфеле».

Между тем, в конце ноября ситуация на внешних рынках вновь стала настолько негативной, что игнорировать ее не смог уже и российский рынок, до этого времени игнорировавший новую волну кризиса.

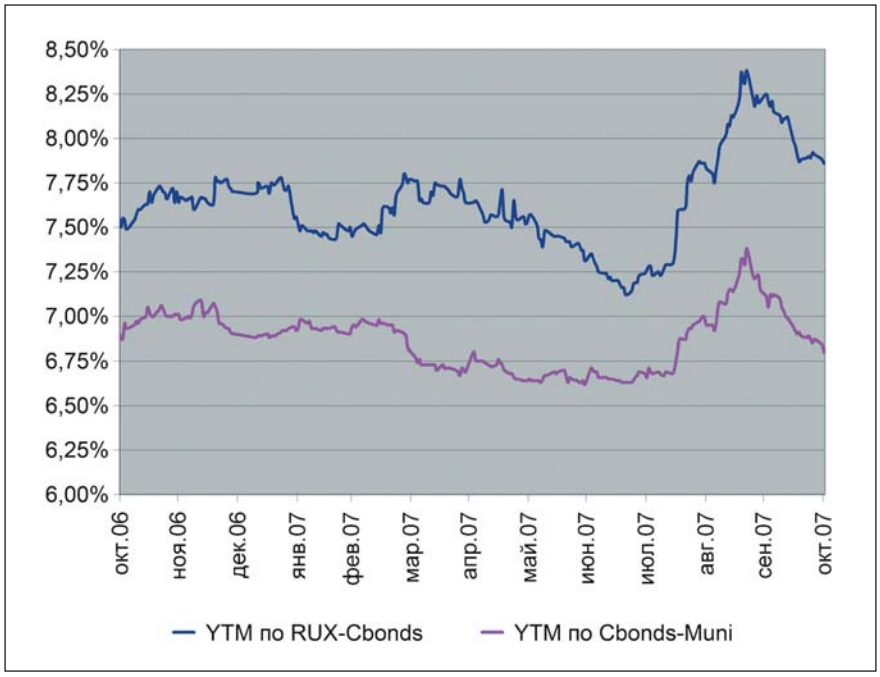
«Зависимость рынка рублевых корпоративных облигаций от внешних факторов в настоящее время невысока прежде всего за счет незначительной доли иностранных инвесторов. Тем временем в мире нарастала напряженность, вылившаяся во вторую волну кризиса, оказавшуюся более глубокой, нежели предыдущая. Лишь когда относительные показатели российского внешнего долга — спред к казначейским облигациям США и пятилетний CDS — преодолели уровни, отмеченные в сентябре-августе, это отразилось и на внутреннем долге, — пояснила госпожа Леонова. — Правда, и в этом случае стимулировать продажи могли все те же иностранцы, поскольку первым сегментом, подвергшимся давлению продавцов, стали облигации первого эшелона, Московской области, ОФЗ (в меньшей степени). Это могло быть связано с тем, что у ряда инвесторов стояли «стоп-лоссы» на закрытие позиций при достижении определенного уровня российского спреда и значения CDS. В итоге голубые фишки в последнюю декаду ноября подешевели на 0.7–1.5%, а их кривая стала

абсолютно плоской. По завершении продаж ликвидность из этого сегмента ушла. В остальных секторах динамика рынка была более «рваной». Изменение котировок в ходе торгов могло достигать плюс-минус 3%, рынок потерял емкость».

«Минутки октябрьского заседания ФРС содержали мнение членов ФРС о том, что хотя они и по-прежнему обеспокоены ситуацией на финансовых рынках, большинство из них ожидает постепенной нормализации ситуации. В части обсуждения, посвященной финансовым рынкам, они особенно отметили улучшение ситуации на рынках коммерческих бумаг и рынке LBO. Ситуация на рынке корпоративного долга тоже была отмечена как улучшающаяся со значительным увеличением объема выпуска бумаг с инвестиционным рейтингом и оживлением спекулятивной части рынка, — отметил Максим Орешкин, старший менеджер управления рынков капитала департамента инвестиционно-банковских услуг ОАО АКБ «РОСБАНК». — Но после публикации минуток прошло всего ничего, как ситуация на финансовых рынках кардинально изменилась. Все оживление на рынке корпоративного долга сошло на нет: выпуск корпоративных бумаг и спекулятивного, и инвестиционного уровня полностью прекратился. Премии за кредитный риск значительно выросли: с начала ноября спреды по двухлетним процентным свопам выросли на 31 б.п. с 65 до 96 б.п., по десятилетним — с 64 до 78 б.п. Ставки LIBOR продолжают расти: трехмесячная ставка уже превысила 5.05% годовых, что на 55 б.п. больше текущей учетной ставки ФРС при ожиданиях ее дальнейшего снижения».

«Внешний рынок стабилизировался в начале ноября, однако под потоком негативных новостей не удержался и к середине месяца вновь стал корректироваться, — отмечает и начальник отдела анализа рынка долговых обязательств инвестиционного банка «КИТ Финанс» Владимир Малиновский. — В целом поступавшая информация сводилась к следующему. Во-первых, возможно, что пик ипотечного кризиса еще не пройден. По значительному количеству выданных в США кредитов, льготный период, после которого резко увеличивается стоимость его обслуживания, продлится вплоть до середины 2008 года. А значит, не исключен резкий рост объема неплатежей. Во-вторых, существуют опасения, что ситуация с дефолтами на ипотечном рынке может перекинуться на другие сегменты кредитования — авто- и потребительского, что еще сильнее ударит по секьюритизации, банковскому сектору, экономике. В-третьих, существует угроза, что размер убытков банков от ипотечного кризиса может привести к общему снижению устойчивости банковской системы к кризисам. В-четвертых, спад на рынке жилья и в кредитном сегменте может негативно отразиться на экономике США, а впоследствии на мировой экономике, что приведет к новой волне кризиса, но уже в глобальном масштабе».

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



Российский рынок следовал в фарватере международного с некоторым лагом. Некоторое улучшение ситуации на международном кредитном рынке в конце сентября-октябре текущего года с середины октября способствовало появлению осторожного спроса на долговые инструменты и на российском рынке.

«Мы стали свидетелями ряда удачных размещений на первичном рынке, а котировки бумаг высококачественных эмитентов пошли вверх. Но вторая волна кредитного кризиса, накрывшая мировые рынки в ноябре, привела к медленному сползанию котировок на российском рынке. Стоит отметить, что в этот раз российский долговой рынок более спокойно переносит невзгоды: доля иностранных инвесторов на российском рынке низка после резкого снижения в августе-сентябре», — дал свою оценку ситуации на рынке господин Орешкин. «Тем не менее, преодолеть сложившийся на внешнем рынке негатив в декабре будет практически невозможно, — уверен его коллега из «КИТ Финанса». — Инвесторы слишком напуганы и вряд ли будут готовы перевернуться и занять спекулятивную позицию в преддверии рождественских праздников.

Между тем, текущий цикл снижения ставки ФРС несет в себе одно коренное отличие от предыдущих. Низкий уровень процентных ставок в США не становится источником ликвидности для мировой экономики». По мнению старшего менеджера РОСБАНКа, это происходит в силу двух причин: падающего курса американского доллара и отсутствия желания у инвесторов принимать на себя кредитные риски, выражающиеся в рекордных уровнях кредитных спредов. Именно это и становится причиной расширения премий за валютный и кредитный риски на развивающихся рынках, именно это не приводит пока к потокам капитала, инвестируемым в быстрорастущие экономики. «Однако уже сейчас премии за валютный риск находятся

на уровнях, неадекватных тенденциям экономического развития. Если взять котировки валютно-процентных свопов рубль/доллар и доллар/евро, то мы увидим, что, например, стоимость бивалютной корзины через год ожидается на уровне 30.1 руб., что на 1.64% выше текущего уровня, — полагает господин Орешкин. — Именно здесь мы видим чрезмерную реакцию мирового финансового рынка на складывающуюся ситуацию. По нашей оценке, вслед за стабилизацией ситуации на рынке ожидаемый уровень девальвации снизится с текущего уровня в диапазон 0.5–0.75%».

Но несмотря на то что базовые премии за валютный риск в ближайшие месяцы, скорее всего, сократятся, премии за кредитный риск, по оценке господина Орешкина, будут продолжать расширяться. А потому на территории высокого риска останутся многие корпоративные заемщики, имеющие высокий уровень долговой нагрузки, отрицательный чистый денежный поток, значительную долю краткосрочного долга и не имеющие налаженных долгосрочных отношений со своим основным банком.

«В России надежда остается на бюджетные деньги, которые в большей массе начинают расходоваться в декабре. Однако, судя по опыту последних лет, появятся они только в середине декабря и не смогут оказать сильного влияния на конъюнктуру, тем более что активность инвесторов в последнюю неделю года наверняка снизится практически до нуля, — считает господин Малиновский. — Кроме того, помощь могла бы прийти от государственных «институтов развития», которым вроде бы разрешили вкладывать временно свободные средства в корпоративные облигации. Однако, судя по всему, список объектов для инвестирования, как минимум для начала, будет достаточно узок и ограничится бумагами прогосударственных эмитентов. Вполне возможно, в дальнейшем он будет расширен, например, до займов, входящих в ломбардный список ЦБ. Пожалуй, пока это основная причина, почему эти облигации могут быть интересны исходя из спекулятивной стратегии. Для консервативных портфелей оптимальными, на мой взгляд, остаются бумаги второго эшелона с дюрацией 0.5–1.5 года».

«Для российских заемщиков, за исключением крупнейших компаний и банков, в основном ассоциированных с государством, привлечение внешних заимствований останется затруднительным. В связи с этим ежемесячный приток капитала будет ниже, чем среднемесячный приток в первом полугодии 2007 года. Вместе с тем, сохранение цен на нефть в ближайшее время вблизи достигнутых рекордных уровней — фактор, положительно влияющий на рублевую ликвидность, но уже не способный сам по себе привести к значительному снижению ставок на рынке, — прогнозирует дальнейшее развитие ситуации Александр Морозов, chief economist, Russia and CIS, HSBC Bank. — Что касается внутрироссийских факторов, основным из них будет ожидающийся в декабре приход бюджетных денег: траты бюджетополучателей перед закрытием финансового года и размещение временно свободных средств государственными институтами развития. В декабре возможен также заход иностранных инвесторов с целью открытия длинных рублевых позиций в расчете на укрепление рубля, хотя, по нашему мнению, это маловероятно».

В целом, резюмирует эксперт HSBC Bank, улучшение ситуации с ликвидностью возможно только в последние две недели декабря, когда в экономику поступит основная масса бюджетных денег. Это должно временно, до конца января-февраля, снизить процентные ставки на денежном рынке и положительно повлиять на рублевую доходность корпоративных облигаций первого эшелона.

После всех неоправдавшихся надежд инвесторов в ноябре к закрытию года участники рынка будут подходить крайне осторожно — так считает госпожа Леонова. Ожидания прихода бюджетных средств по-прежнему сохраняются, однако мало кто уже ожидает ралли. Неликвидность рынка позволяет предполагать, что любое укрепление инвесторы постараются использовать для фиксации перед закрытием годовой отчетности. Тем не менее, закрытие года, скорее всего, будет более позитивным, чем ситуация на рынке в конце ноября. «Мы ожидаем плавного улучшения настроений со второй декады. Этому будет способствовать и понижение ставки ФРС 11 декабря, способное несколько снизить напряженность на международных рынках, и снижение активности международных инвесторов, начинающих готовиться к Рождеству с середины месяца, — пояснила госпожа Леонова. — В итоге внутренний рынок «отвяжется» от влияния внешних факторов, а тем временем банковская ликвидность будет постепенно улучшаться, что и приведет к как минимум к стабилизации рынков».

Вместе с тем, прогнозы экспертов на следующий год неутешительны. Господин Малиновский среди весьма возможных глобальных проблем 2008 года называет сокращение доли доллара, а соответственно, и UST в портфелях мировых центральных банков, необходимость соблюдения баланса между экономическим ростом и инфляцией, с которой могут столкнуться как США, так и европейские страны, а также снижение стоимости нефти на фоне ожиданий сокращения ее потребления.

Не ждет позитивных событий и быстрого возвращения рынка на докризисные уровни и госпожа Леонова. «Главным итогом осени можно считать глобальную переоценку рисков в мировой экономике. Причем этот процесс нельзя считать завершенным. Хотя внутренний долговой рынок достаточно закрытый, существенный рост стоимости заемных средств уже оказал свое влияние. Даже при самых благоприятных сценариях возвращение ставок на рынке к докризисному уровню может занять более одного года, — уверена старший аналитик Альфа-Банка. — Наиболее тяжело придется эмитентам третьего эшелона. За последние месяцы инвесторы получили прививку от инвестирования в активы с повышенным кредитным риском под относительно невысокую доходность. Кроме того, «двойная» доходность по облигациям вполне надежных эмитентов с хорошим кредитным качеством станет компромиссом между нежеланием инвестора брать повышенный риск и эффективным инвестированием».