Процентные ставки на рублевом рынке: вверх или вниз?

«МЕДВЕДЬ»

Александр Кудрин,
аналитик по долговым бумагам
ИК «Тройка Диалог»

Четвертый квартал традиционно является достаточно тяжелым периодом для рынка рублевых облигаций. Ожидаемый рост процентных ставок на рынке МБК, закрытие финансового года у многих участников рынка, да и достаточно большой объем запланированных первичных размещений — все эти факторы, на наш взгляд, могут стать причиной роста доходности на рынке рублевых облигаций в конце года.

Традиционно конец календарного года в России сопровождается ростом процентных ставок на рынке МБК. «Закрытие» годовых балансов повышает спрос на свободные денежные ресурсы. Следствием этого становится удорожание свободных рублевых ресурсов. В частности, в 2005 г. к началу декабря средний уровень ставок по кредитам овернайт вырос до 5% годовых и сохранялся на этом уровне вплоть до конца года. Для сравнения: еще в конце октября 2005 г. значение данного индикатора составляло всего 1% годовых. В текущем году обстановка выглядит еще более сложной. Дело в том, что уже по состоянию на конец октября уровень процентных ставок на сегменте МБК оказался на 2 п.п. выше, чем годом ранее.

Этот феномен объясняется достаточно просто. Стоимость денежных ресурсов на мировых рынках возросла (в частности, уровень ставок ФРС США вырос за этот период с 3.75% до 5.25%); естественно, что эта тенденция не могла не сказаться и на российском денежном рынке. Более того, в последнее время именно с активностью Комитета по открытому рынку США многие участники рынка связывали надежды на возможное улучшение обстановки на рынке МБК. Действительно, в сентябре и начале октября на рынке доминировали достаточно оптимистичные настроения. Большинство игроков не исключали варианта снижения процентных ставок в США еще до конца 2006 г., что оказывало благотворное воздействие на конъюнктуру рынка МБК. Однако сейчас эти настроения переменились, и практически никто не ожидает снижения ставки ФРС в ближайшие три-четыре месяца, что, на наш взгляд, позволит сохранить стабильность и на валютном рынке. Именно поэтому, скорее всего, не стоит ожидать никакой поддержки «извне» для рынка МБК и рублевых облигаций.

В какой-то мере этот эффект мог бы быть нивелирован ростом бюджетных расходов, которые пока существенно отстают от плана. Как правило, их пик приходится именно на четвертый квартал, что, в принципе, должно способствовать формированию дополнительной ликвидности. Однако не стоит забывать, что монетарные власти не устают бороться с инфляцией, и для того чтобы снизить годовые показатели за 2006 г., возможно, будут готовы к тому, чтобы «придержать» упомянутые расходы до последних дней декабря (в этом случае инфляционный эффект скажется обратным. Приток спекулятивного капитала усиливался, и ЦБ вынужден был скупать существенные объемы валюты, пополняя валютные резервы. В октябре 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.

Еще один инструмент Банка России, призванный абсорбировать излишнюю ликвидность, также не получил в этом году широкого распространения. Если в первом полугодии Банк России успешно размещал ОБР, предлагая каждый раз неплохую доходность (порой даже выше 5.0%), то во второй половине года он отказался от этой практики, и доходности ОБР остаются существенно ниже 5.0%.

Таким образом, 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.

При этом стерилизующая роль бюджета к концу года традиционно снижается. В ноябре-декабре, как правило, происходит существенный рост бюджетных расходов, способствующий существенному увеличению рублевой ликвидности. Минфин уже сейчас начинает задумываться, как бороться со всплеском ликвидности в конце года на фоне резкого увеличения бюджетных расходов. По прогнозу главы казначейства Минфина, инфляционное влияние роста расходов в конце года может быть сопоставимо с предыдущим годом. Напомним, что тогда в январе и феврале потребительские цены выросли на 2.4% и 2.6% соответственно. По оценкам Минфина России, на начало октября на счетах бюджетополучателей скопилось неизрасходованных средств в объеме около 450 млрд руб. В настоящее время Минфин задумался о создании дополнительных инструментов для абсорбирования излишней ликвидности, которые могут быть предложены участникам рынка в январе. Вместе с тем, даже несмотря на возможное предложение новых инструментов в начале 2007 года, мы не исключаем, что монетарные власти пойдут на дополнительное укрепление рубля в конце года.

Перспектива динамики курса евро на валютных рынках также весьма благоприятна для рублевого рынка облигаций. В ближайшие несколько месяцев ФРС вряд ли задумается о повышении ключевой процентной ставки американской экономики, тогда как ЕЦБ сохраняет курс на повышение процентных ставок, и ключевая ставка ЕЦБ может быть еще раз повышена до конца года.

И еще об одном немаловажном факторе спроса на рублевые облигации. Иностранные инвесторы продолжат активно проникать на рублевый рынок облигаций. Особенности инфраструктуры рублевого рынка облигаций несколько тормозят приток новых иностранных инвестиций. Однако по динамике котировок рублевых еврооблигаций, которые обращаются на международном рынке, мы видим, что иностранные игроки готовы покупать рублевые облигации с гораздо более узкой премией (по сравнению с уровнями, установившимися на классическом рынке рублевых облигаций) к сопоставимым валютным облигациям.

«БЫК»

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

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.

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.

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 в августе. Но каждый раз эффект от этих действий был уже в 2007 г.). Именно поэтому мы не склонны преувеличивать значение данного фактора для денежного рынка.

Принимая во внимание темпы роста процентных ставок на рынке МБК в октябре, мы не исключаем варианта увеличения данного индикатора до уровня 5-6% годовых (в среднем) уже во второй половине ноября. Более существенный рост вряд ли возможен ввиду того, что ЦБ РФ будет добавлять ликвидности в систему посредством операций РЕПО, уровень ставок по которым находится чуть выше отметки 6% годовых. Тем не менее, для банков второго круга уровень ставок может быть несколько выше в силу не слишком высокой эффективности работы механизмов рефинансирования. В условиях роста стоимости фондирования вряд ли многие банки будут склонны увеличивать объем покупок долговых обязательств (исключение могут составить бумаги, включенные в Ломбардный список ЦБ РФ, и в первую очередь — ОФЗ), что, тем не менее, предоставляет больше возможностей для других категорий инвесторов.

При этом активность на первичном рынке, скорее всего, будет достаточно высокой. Многие эмитенты будут усердно искать покупателей на свои новые займы. Достаточно упомянуть, что только Газпром и «ЛУКОЙЛ» имеют планы по размещению рублевых облигаций до конца 2006 г., причем их совокупный объем может составить 29 млрд руб. Более того, многие компании имеют твердые планы выпустить свои облигации до конца года, что теоретически может привести к пику первичных размещений, аналогичному тому, что случился в декабре 2005 г., когда на рынке было продано бумаг на сумму более 75 млрд руб. Однако мы надеемся, что операторы извлекли урок из прошлогодней истории и попытаются избежать подобных пиков.

Тем не менее, номинальный рост объемов размещений сам по себе мало о чем говорит. Гораздо информативнее ориентироваться на относительные показатели. На наш взгляд, если объем первичных размещений до конца года не будет превышать отметку в 7-8% от совокупного объема рынка (65-72 млрд руб.), серьезных проблем, скорее всего, удастся избежать. Тем не менее, тот факт, что размещаемые во второй половине ноября–декабре бумаги, скорее всего, не появятся на вторичном рынке до конца года, может стать причиной формирования дополнительной премии по доходности в ходе размещений.

При этом хотелось бы отметить и еще один фактор, который может рассматриваться и как положительный, и как отрицательный. Дело в том, что ноябре-декабре эмитентам необходимо будет погасить облигаций и исполнить оферт на досрочный выкуп на общую сумму 68.9 млрд руб. Однако из них только 22.7 млрд руб приходятся на погашения, а остальное — на оферты. Как показывает практика, большинство эмитентов старается «оставить» свои выпуски на рынке, поэтому они вынуждены конкурировать с новыми эмиссиями по ставкам. Вполне вероятно, что в случае общего ухудшения конъюнктуры многие из них будут вынуждены повышать уровень ставок будущих купонов, что также может отрицательно сказаться на состоянии вторичного рынка. Тем не менее, эти бумаги имеют и определенные преимущества по сравнению с вновь размещаемыми выпусками, основным из которых является отсутствие «заморозки». В результате эти инструменты не теряют ликвидность и гарантированно могут быть переоценены по рыночным ценам по состоянию на главную отчетную дату года.

Наконец, последним немаловажным фактором является желание многих инвесторов зафиксировать прибыль от операций в конце календарного года, чтобы продемонстрировать успешные итоги работы «по факту». Вполне вероятно, что этому процессу будет способствовать выход на вторичные торги бумаг, размещенных в сентябре-октябре. Этот эффект наблюдается практически каждый год, однако частично он нивелируется в самом конце месяца, когда отдельные категории инвесторов возобновляют активные покупки с тем, чтобы «пересидеть» длинные новогодние праздники «в бумагах».

Действие всех упомянутых выше факторов в конце 2005 г. привело к тому, что доходность бумаг первого эшелона повысилась на 15-20 б.п. с начала октября до конца декабря. При этом аналогичный показатель для бенчмарка (в то время — облигации Москвы) к концу года вернулся на уровень начала октября. Мы полагаем, что в нынешнем году эта история повторится снова. Именно поэтому доходность корпоративных облигаций первого эшелона до конца года может вырасти на 15-25 б.п., а движение вверх аналогичных показателей для бенчмарка (эту роль в данный момент играет ОФЗ) вряд ли превысит 5-7 б.п. При этом в целом мы сохраняем достаточно оптимистичный взгляд на рынок и рекомендуем использовать данную ситуацию как возможность для покупок.