Артур НАВРОЦКИЙ,
стратег по рынку ценных бумаг с фиксированной доходностью, Пробизнесбанк

Эмитенты нефинансового сектора заняли выжидательную позицию

Начало года для инвесторов на российском рынке облигаций складывалось не лучшим образом. Стоимость большинства бумаг достигала минимальных значений, а предпосылок для частичного восстановления доходностей после продаж в декабре из-за девальвации рубля и ужесточения монетарной политики ЦБ было мало.

Представлялось маловероятным, что регулятор пойдет на понижение базовой ставки в конце января, когда риски разгона инфляции сохранялись при нестабильной ситуации на валютной площадке. Однако принятое решение отчасти говорит о смещении приоритетов в сторону стимулирования экономического роста, так как правительство начало активно разрабатывать антикризисный план, одной из задач которого является кредитование реального сектора. Хотя уровень ставок оставался высоким, а доступность денежных средств была низкой, регулятор дал инвесторам понять, что готов пойти на дальнейшее смягчение в случае первых признаков улучшения рыночной и макроэкономической конъюнктуры. Дополнительным стимулом для пересмотра денежно-кредитных мер стали негативная ситуация в банковской системе, где кредитные организации за декабрь-январь продолжали наращивать убытки (хотя в первом месяце 2015 г. ситуация немного улучшилась), и возросшая стоимость заимствования на внутреннем рынке.

Локальный рынок. Основная идея на локальном рынке — смягчение монетарной политики ЦБ РФ. Кривая доходности ОФЗ с середины декабря 2014 г. определяется с существенным дисконтом к годовой инфляции и недельной ставке РЕПО. Однако возникает вопрос, насколько такое положение кривой справедливо и есть ли интерес со стороны нерезидентов. Дело в том, что в отсутствие внешнего спекулятивного капитала отечественные банки активно подбирали ОФЗ после ужесточения денежно-кредитных мер: такая ситуация дает возможность предположить, что текущие диспропорции были созданы исключительно локальными игроками. Дополнительную поддержку оказал Банк России, который ввел мораторий на переоценку портфелей ценных бумаг. Дальнейшее движение суверенной кривой вниз было продиктовано не только ожиданиями по снижению ставки, но и благоприятной конъюнктурой на валютной площадке, а также возвратом спекулятивных средств нерезидентов. Однако возникают риски, при которых иностранные участники начнут закрывать длинные позиции в случае возобновления роста доллара. На наш взгляд, существенной коррекции ожидать не стоит, так как негативный эффект, вероятно, будет нивелирован покупками со стороны банков, у которых образовались рублевые остатки после продажи валюты. Мы полагаем, если базовая ставка будет находиться выше 10%, а рынок нефти не покажет предпосылок к восстановлению,

участники рынка продолжат удерживать аномальное положение кривой ОФЗ.

Потенциал притока новых длинных денег (особенно внешних) на отечественный рынок зависит от макроэкономической конъюнктуры в стране. Инвесторам нужны более существенные критерии, чем снижение инфляционных рисков и стабилизация обменного курса рубля. В инвестиционной сфере отток капитала останется высоким, а потребительский спрос продолжит снижаться. Исходя из вышесказанного, понятно, что на данный момент лишь дальнейшие шаги Банка России смогут вернуть уверенность инвесторам.

Однако если нерезиденты готовы сейчас инвестировать долгосрочно, то, как нам кажется, интерес будет направлен в сторону еврооблигаций. Для частичного подтверждения рассмотрим движение спредов (см. Рисунок 1) суверенных бумаг внешнего и внутреннего долга по схожим дюрациям к соответствующим свопам (для упрощения возьмем I-спред). Такой анализ позволит понять, какие из активов более привлекательны. Как видно из представленного графика, RUS22 торгуется с премией над ОФЗ 26215 в 150–220 б.п.

Это говорит о том, что долларовая доходность еврооблигаций выше долларовой доходности локальных государственных облигаций. Кроме того, если рассмотреть январь-март 2015 г., то премия достигала 350 б.п.: Банк России снизил базовую ставку до 15%, что привело к опережающему росту бумаг внутреннего долга. Таким образом, можно отчасти констатировать, что нерезидентам выгоднее вкладывать в суверенные еврооблигации на длинный инвестиционный горизонт, чем в ОФЗ.

Учитывая перспективу стабилизации процентных ставок, мы отдаем предпочтение банковскому сектору. Многие выпуски еще не отреагировали на вероятность смягчения монетарной политики по причине низкой ликвидности и отсутствия привлекательных предложений на вторичном рынке, однако ряд облигаций остается завышенным и, по нашим оценкам, не имеет риска дефолта (см. Таблицу 1). Многие инвесторы любят формировать портфель с короткой дюрацией вне зависимости от рыночной обстановки: в этом случае стоит сделать упор на квазисуверенные выпуски, доходности которых держатся на уровне 13–14,5%, предлагая широкий спред к бенчмарку.

Наименьшим спросом будут пользоваться облигации металлургического сектора: долговые активы торгуются вблизи кривой ОФЗ и сохраняют большой дисконт к ставке РЕПО. Такая тенденция оправдана, так как основная часть компаний значительно улучшила операционные результаты и сократила долговую нагрузку.

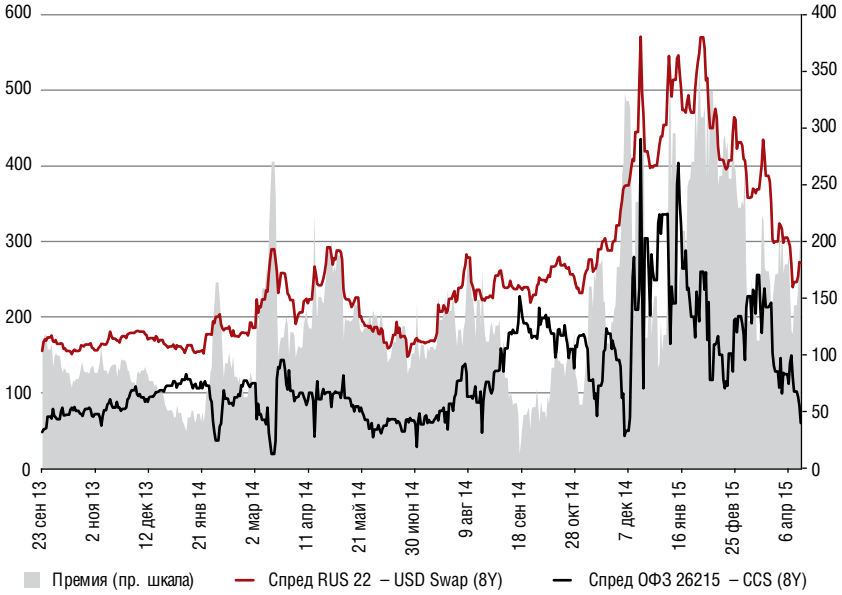

Рисунок 1
Движение спредов суверенных бумаг внешнего и внутреннего долга

Выход на внутренний рынок. Эмитенты нефинансового сектора заняли выжидательную позицию и не готовы занимать средства на текущих условиях. По мере снижения процентных ставок на долговом и денежном рынках новые выпуски можно ожидать во второй половине года. Кроме того, сейчас заемщикам не хватает четких ориентиров для размещения, так как кривая ОФЗ принимает агрессивный и не всегда справедливый вид.

Отметим интересный момент, который мог бы улучшить ситуацию на внутреннем рынке: Министерство финансов снова рассматривает вопрос обмена неликвидных выпусков ОФЗ объемом до 200 млрд руб. Основная цель такого шага, на наш взгляд, состоит в том, чтобы создать более рыночные условия ценообразования вдоль кривой. Не секрет, что более 30% выпусков обладают низкой ликвидностью, а держателями являются крупные банки, пенсионные фонды и другие. Такой шаг позволит усилить интерес нерезидентов (в период рыночной стабильности); ведомству будет проще проводить аукционы, а для корпоративных заемщиков станет больше ориентиров для размещения.

Таблица 1
Дюрация бумаг эмитентов первого и второго эшелонов

Бумага	Дюрация	YTM	G-спред	Оферта	Погашение	ISIN
Первый эшелон						
РСХБ 14	0,2	13,8	144	07.07.2015	29.06.2021	RU000A0JRLE8 Corp
РСХБ Б07	0,2	13,7	134	24.06.2015	21.06.2017	RU000A0JUPQ7 Corp
ГПБ 7	0,4	14,9	318	19.10.2015	17.10.2016	RU000A0JT767 Corp
Второй–третий эшелоны						
МБК 12	2,4	17,3	608	–	22.08.2018	EJ508601 Corp
Татфондбанк Б08	1,2	17,2	630	–	06.10.2016	EJ871936 Corp
ГТЛК 2	0,7	16,2	498	29.01.2016	26.01.2018	EJ540871 Corp