Артем УСМАНОВ,
аналитик, управление по анализу долговых рынков, ФГ БКС

«Мы по–прежнему видим инвестиционный потенциал в российских евробондах»

После крайне нестабильной ситуации на рынках в конце прошлого года в этом году мы придерживались консервативной позиции в рекомендациях нашим клиентам. Мы отдавали предпочтение еврооблигациям с короткой и средней дюрацией со сравнительно низким уровнем рыночного риска. С точки зрения кредитного риска мы рекомендовали облигации эмитентов первого эшелона из экспортно ориентированных отраслей, а также государственных компаний и банков.

В том числе мы делали ставку на сужение премии бумаг эмитентов, попавших под санкции западных стран, которая реализовалась по итогам года. Локальный рынок казался нам менее привлекательным из-за низкой ликвидности и меньшей доходности по сравнению с рублевым эквивалентом у еврооблигаций.

За прошедший год наша позиция принципиально не изменилась: мы по-прежнему видим инвестиционный потенциал в российских евробондах. Вместе с тем, мы считаем, что 2016 год станет годом локального рынка, который обеспечит инвесторам хоть и меньший, но сопоставимый с евробондами уровень доходности. На фоне ожидаемого нами дальнейшего смягчения монетарной политики Центрального банка мы ждем продолжения курсового роста локальных облигаций и первичного предложения от качественных российских заемщиков — более высокого, чем этой осенью.

В сегменте еврооблигаций мы не прогнозируем существенного расширения кредитных спредов российских бондов, даже с учетом ожидаемого роста мировых базовых ставок. Ключевым фактором, способствующим сохранению такого положения, является снижение ликвидности российских евробондов из-за их чистого погашения (в том числе благодаря постоянным выкупам со стороны эмитентов), по нашим оценкам, на $15 млрд (10% всего рынка)

и увеличения доли локальных инвесторов в структуре держателей, превышающей в некоторых коротких выпусках 90%.

В условиях сжатия рынка еврооблигаций и меньшей подверженности внешним шокам мы видим инвестиционные возможности в переходе к более длинной дюрации и некотором ослаблении требований к кредитному качеству эмитентов. Несмотря на ралли российского рынка в 2015 году, по нашему мнению, позиционирование наших бондов относительно ключевых аналогов по EM не выглядит дорогим. Так, мы считаем, что интерес представляют облигации частных корпоративных эмитентов с погашением в 2021–2022 годах, которые предлагают существенно более высокую премию к суверенной кривой по сравнению с короткими бумагами тех же эмитентов, в частности VIP 21, GMKNRM 22. В банковском сегменте мы предпочитаем старший долг частных банков рейтинговой категории BB — NMOSRM 18, CBRKMO 18. В сегменте государственных компаний-эмитентов нам нравятся выпуски «Газпрома», которые торгуются с широкой премией в 50 б.п. к кривой Сбербанка. Мы считаем маловероятным массированное предложение евробондов на первичном рынке в 2016 году, поэтому в условиях сохраняющегося дефицита бумаг участие в размещениях представляется нам интересным даже при агрессивном ценообразовании бумаг.

Если говорить об отраслевых предпочтениях, то мы рекомендуем своим клиентам избегать бондов ряда компаний металлургической отрасли. Долгое время ослабление рубля компенсировало снижение цен на продукцию практически во всех экспортных отраслях, однако в следующем году ситуация не будет столь однородной. Падение цен на сталь, которое, по нашим оценкам, продолжится на фоне сокращения спроса в Китае и увеличения китайского экспорта на мировой рынок, приведет к ухудшению кредитоспособности компаний отрасли. Позиции эмитентов, успевших к текущему моменту осуществить делеверидж (НЛМК, «Северсталь», ММК), выглядят сравнительно устойчивыми, в то время как компании с высокой долговой нагрузкой в среднесрочной перспективе могут столкнуться с проблемами рефинансирования долга (EVRAZ). Уже сейчас рентабельность экспорта российской стали по спотовым ценам в целом не превышает 6%, а для некоторых видов продукции и вовсе отрицательна, что соответствует рекордно низким за последние десять лет уровням и предполагает риски дальнейшего снижения внутренних цен. Дополнительное давление на финансовые показатели металлургических компаний способен оказать и курс российской валюты. В следующем году мы ожидаем умеренного восстановления цен на нефть — а соответственно, и укрепления рубля — и при этом негативной динамики как мировых, так и внутренних цен на сталь. В таких условиях маржа металлургических компаний окажется под двойным давлением и может опуститься до критических уровней.

В 2016 году мы ждем дальнейшего роста интереса как инвесторов, так и эмитентов к локальному рынку долга, главным образом из-за смягчения денежно-кредитной политики ЦБ. Несмотря на сохранение высоких инфляционных рисков, которые послужили основанием для регулятора взять паузу в цикле снижения ставки, ослабление зависимости курса российской валюты от динамики цен на нефть, наблюдаемое в четвертом квартале 2015 года, по нашему мнению, является фактором, который будет способствовать их сокращению. Наш базовый сценарий предполагает возобновление процесса снижения ключевой ставки на декабрьском заседании ЦБ (-50 б.п. до 10.50%) и дальнейшего ее снижения до 8.5–9% в марте при замедлении инфляции до 7.5–8%. Снижение стоимости заимствований приведет к усилению роли рынка рублевых облигаций в качестве источника фондирования российских компаний и существенному росту первичного предложения. Кроме того, мы считаем, что российские компании, в том числе экспортеры, будут отдавать предпочтение рублевому долгу после турбулентности на рынках в последние годы.

В условиях ожиданий снижения рублевых доходностей локальные бонды будут пользоваться спросом и со стороны инвесторов. В этом сегменте мы отдаем предпочтение облигациям с длинной дюрацией, как ОФЗ, так и корпоративных эмитентов, которые могут обеспечить более высокую доходность при ставке на дальнейшее смягчение ДКП. В ОФЗ мы отдаем предпочтение наиболее ликвидным классическим бумагам — ОФЗ 26207, 26212. В корпоративном сегменте, где предложение длинных бумаг пока ограничено, мы выделяем старые длинные выпуски локальных бондов РЖД и ФСК, а также их рублевые евробонды — FEESRM 19RUB, RURAIL 19RUB.

МЫ РЕКОМЕНДУЕМ СВОИМ КЛИЕНТАМ ИЗБЕГАТЬ БОНДОВ РЯДА КОМПАНИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ