Павел Пикулев,
главный стратегист,
ИБ «ТРАСТ»

ГЛАВНОЕ — не делать резких движений!

В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ ТРЕВОГУ УЧАСТНИКОВ РУБЛЕВОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА ВЫЗЫВАЕТ РАСТУЩИЙ НАВЕС ПЕРВИЧНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ. КРУПНЫЕ ЗАЕМЩИКИ ЯВНО ПЫТАЮТСЯ КОМПЕНСИРОВАТЬ УХУДШЕНИЕ УСЛОВИЙ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ НА ВНЕШНИХ РЫНКАХ ЗА СЧЕТ ВНУТРЕННИХ ЗАЙМОВ, И РЫНОК ЭТО БЕСПОКОИТ. НА НАШ ВЗГЛЯД, ОПАСЕНИЯ, СВЯЗАННЫЕ С «ПЕРВИЧКОЙ», ОПРАВДАННЫ ЛИШЬ ОТЧАСТИ. УГРОЗУ НЕСЕТ ОТНЮДЬ НЕ ОБЪЕМ ПЕРВИЧНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ САМ ПО СЕБЕ, А ИЗМЕНЕНИЕ ЕГО СТРУКТУРЫ И НЕАККУРАТНОСТЬ КРУПНЫХ ЭМИТЕНТОВ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ НОВЫХ ЗАЙМОВ.

МНОГО ИЛИ МАЛО?

Объем заявленных размещений непрерывно растет. По состоянию на конец декабря 2007 года, эмитенты заявили о планах по новым выпускам рублевых облигаций на общую сумму 736 млрд руб. Из этих средств на бумаги первого-второго эшелонов приходится порядка 352 млрд руб. Объем зарегистрированных займов, которые подлежат размещению в течение года, составляет 564 млрд руб. Много это или мало?

На наш взгляд, объем заявленной первички вполне адекватен рыночным возможностям. Для сравнения, в 2007 году рынок рублевых облигаций (за исключением ОФЗ) вырос на 34% (+370 млрд руб.), и его объем достиг 1460 млрд руб. При этом первичных выпусков было размещено на сумму около 500 млрд руб. (сумма превышает прирост рынка на величину оферт, амортизаций и погашений). Таким образом, в среднем в 2007 году эмитенты размещали еженедельно новых облигаций на сумму около 9.78 млрд руб. Если опираться на объем зарегистрированных выпусков, а также на ожидаемый объем погашений и амортизаций (без оферт), то рынок в 2008 году вырастет на 31% (+456 млрд руб.). При этом средний объем размещений в неделю составит около 10.85 млрд руб., что лишь на 10% больше, чем в 2007 году.

Конечно, вполне очевидно, что вскоре объем зарегистрированных выпусков пополнят многие займы из числа планируемых. Однако следует помнить и о том, что, как показывает опыт, далеко не все эмиссии из числа планируемых и даже зарегистрированных в конечном итоге доходят до рынка. Пресловутый пример — недавнее размещение Газпромбанка. Кроме того, эмиссии, особенно незарегистрированные, очень часто переносятся и отменяются. В этой связи мы полагаем, что в текущей ситуации реальный объем первичного предложения может оказаться меньше заявленного, в первую очередь из-за того, что многие компании третьего эшелона и банки при текущих ставках предпочтут искать другие источники фондирования.

ОТКУДА ДЕНЬГИ?

В общем, мы полагаем, что заявленный объем размещений не так и страшен. Осталось выяснить, кто все это купит.

Самым резонный вопрос в данной ситуации — где найти столько спроса, чтобы абсорбировать прирост рынка рублевых облигаций на 30% в 2008 году. Ответ, в общем-то, простой, и он не поменялся с 2007 года: в банковской системе и системе коллективных инвестиций.

По нашей оценке, приблизительно треть рынка принадлежит банкам с избыточной ликвидностью. Еще треть приходится на местные доверительные управляющие и всевозможные фонды, а оставшуюся часть рынка практически поровну делят «репошники» и нерезиденты. В итоге местные участники формируют 80% спроса на рынке, а с учетом собственных позиций дочерних банков нерезидентов — все 90%.

Понять, будут ли у ключевых участников необходимые ресурсы, чтобы покупать облигации, достаточно просто. Для этого всего лишь необходимо знать одну фундаментальную взаимосвязь. Финансовый сектор растет теми же темпами, что растет денежное предложение. Так, с января по ноябрь 2007 года денежная масса М2 выросла приблизительно на те же 30%, что и рублевый рынок облигаций. К соответствующему периоду прошлого года прирост

М2 составил около 47%. Приблизительно теми же темпами растут активы банковской системы, что неудивительно, ведь банковская система — это кровеносная система, по которой циркулируют деньги (М2).

Увеличение денежной массы означает одновременный рост ресурсов у всех ключевых участников рублевого долгового рынка, включая местные дочки иностранных банков. Вновь выпущенные деньги аккумулируются в банковской системе, растут банковские балансы, потребность в ликвидных активах, включая потребность в облигациях. Увеличение средств у населения и бизнеса приводит к притоку средств во всевозможные фонды (ПИФы, ОФБУ, негосударственные пенсионные фонды и так далее). Также растут активы в доверительном управлении и на брокерских счетах. Все в финансовой системе взаимосвязано. Будет рост денежного предложения — будет спрос на финансовые активы.

Согласно нашим прогнозам, денежная масса М2 в 2008 году вырастет на 45%. Соответственно, ресурсы на покупку облигаций у игроков будут. И покупать бумаги они будут вне зависимости от того, что там происходит с американской ипотекой, так как деньги должны работать и приносить доход. Никто не допустит, чтобы ресурсы не работали.

А КАК ЖЕ РЫНОЧНАЯ КОНЪЮНКТУРА?

Все мы знаем, что рынок — штука капризная. Иногда инвесторы готовы брать бумаги на размещении с дисконтом к рыночным ставкам доходности, а иногда, как сейчас, готовы покупать, только если их соблазнят очень хорошей премией. Поэтому тот факт, что ресурсы на покупку облигаций у игроков имеются, вовсе не гарантирует готовность инвесторов покупать облигации в конкретный момент времени. Рыночную конъюнктуру нельзя сбрасывать со счетов, и вот тут-то ситуация с американской ипотекой может сыграть свою роль.

Как показывает опыт, в благоприятных условиях рынок рублевых облигаций (исключая ОФЗ) способен абсорбировать в среднем 15 млрд руб. разнообразной первички в неделю. Если бумаги качественные, то этот объем может быть гораздо выше. Когда конъюнктура слабая, даже 5 млрд руб. новых займов в неделю представляет для рынка проблему. В этой связи возникает вопрос, будет ли конъюнктура в 2008 году достаточно хороша для первички.

На наш взгляд, чтобы разместить всю ожидаемую первичку, вполне достаточно, чтобы 2008 год для рынка рублевых облигаций выдался всего лишь чуть лучше 2007 года. С учетом того, что текущий год был самым неудачным за последние три года, это будет не слишком трудно.

Если считать, что при нормальной конъюнктуре рынка инвесторы способны абсорбировать 15 млрд руб. новых займов в неделю, а при слабой — не более 5 млрд руб., то нетрудно вычислить, что для успешного размещения ожидаемых 564 млрд руб. новых займов необходимо, чтобы в 2008 году позитивная конъюнктура на рынке сохранялась хотя бы в течение 30 недель, то есть в течение 7 месяцев из 12.

На наш взгляд, ничего нереального в этом нет. Для сравнения, в 2007 году благоприятная конъюнктура на рынке сохранялась, по нашим оценкам, приблизительно в течение 6 месяцев из 12. На эти 6 благополучных месяцев и пришлась львиная часть размещений. Отсюда вывод: если в 2008 году будет хотя бы одним благополучным месяцем больше, чем в прошлом году, проблем с первичкой не будет.

Главное, чтобы размещалась первичка вовремя!

СЛОНЫ В ПОСУДНОЙ ЛАВКЕ

Своевременность размещений — вот главная проблема первичного рынка 2008 года. Не секрет, что с началом ипотечного кризиса структура первичного предложения на рынке рублевых облигаций начала меняться. Крупные и средние заемщики из-за проблем с мировыми рынками капитала вынуждены возвращаться на внутренний долговой рынок, увеличивая свои планы по рублевым заимствованиям, в то время как мелкие компании и junk постепенно вытесняются с рынка облигаций в сферу кредитования. С начала осени оферты исполняются в среднем на 70%, первичный рынок для третьего эшелона фактически закрыт, а вот крупные заемщики, наоборот, стали вести себя более агрессивно. Чем чревато подобное изменение структуры первички?

Все опять-таки очень просто. Если на мелких заемщиков организаторы выпуска способны «надавить» и при плохой конъюнктуре рынка убедить их отложить заем до лучших времен, то «надавить» на крупных заемщиков не представляется возможным. Если Газпромбанк или ВТБ решат размещать облигации, они сделают это безотносительно того, что думают о рыночной конъюнктуре все остальные. В результате, вполне возможно, в 2008 году предложение на первичном рынке будет гораздо менее аккуратно распределено во времени, чем в 2007 году. Несвоевременное предложение способно оказать серьезный негативный эффект на вторичный рынок облигаций.

НА ЧТО МОЖНО НАДЕЯТЬСЯ?

К сожалению, главное, на что можно уповать в такой ситуации, это на сознательность и благоразумие наших крупных заемщиков. Очень важно, чтобы крупные эмитенты «не толкались локтями» на первичке и не стремились размещать займы во что бы то ни стало, а делали бы это аккуратно.

Все равно, какой бы ни был плохой год, всегда найдется несколько месяцев, когда крупные займы можно размещать безболезненно для вторичного рынка. Да, мы согласимся, что очень часто деньги нужны прямо сейчас, однако поспешность в размещении облигаций ведет к проблемам на вторичном рынке, убыткам инвесторов и росту стоимости заимствований для эмитентов. В проигрыше все.

Лучше изыскать возможность подождать несколько месяцев и размещать бумаги тогда, когда рынок этому благоприятствует.

Другой распространенной ошибкой эмитентов является излишне поспешное размещение вторых и третьих займов. Зачастую эмитенты, разместив облигации, поспешно выходят на рынок с новыми займами и не дают таким образом заработать инвесторам, купившим бумаги предыдущего выпуска. Оптимальный интервал между размещениями составляет не менее 3–4 месяцев, в течение которых бумага выйдет на вторичные торги.

И напоследок мы бы хотели отметить, что рынок рублевых облигаций, на наш взгляд, уже созрел для расширения инвестиционной декларации ГУК ВЭБ и вполне может абсорбировать без существенных последствий для ликвидности и уровня процентных ставок как пенсионные деньги, так и временно свободные средства институтов развития. Более того, если аппетиты квазисуверенных компаний к заимствованиям на рублевом долговом рынке продолжат расти тем же темпами, что и сейчас, то эти деньги будут просто необходимы рынку.