Игра на ПОНИЖЕНИЕ

Канр Лиджиев

ОЖИДАНИЯ НОВЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ С СЕРЬЕЗНОЙ ПРЕМИЕЙ К ВТОРИЧНОМУ РЫНКУ ТОЛКАЮТ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ВВЕРХ. В ЦЕЛОМ, НЕГАТИВНЫЕ ОЖИДАНИЯ, ДОМИНИРУЮЩИЕ НА РЫНКЕ, ДАЮТ ВОЗМОЖНОСТЬ КРУПНЫМ ИГРОКАМ ИГРАТЬ НА ПОНИЖЕНИЕ ЦЕН ДАЖЕ В СЕГМЕНТЕ ОФЗ И В ПЕРВОМ ЭШЕЛОНЕ.

Февраль прошел крайне негативно для рублевого долгового рынка. В продажах стояли бумаги, начиная от ОФЗ и первого эшелона до самых дальних эшелонов. При фактическом отсутствии на рынке нерезидентов активно фиксировались уже местные игроки. Опрошенные нами эксперты разошлись во мнении, что стало первопричиной такого поведения участников рынка.

Так, например, по мнению начальника отдела анализа рынка долговых обязательств «КИТ Финанса» Владимира Малиновского, «первопричиной коррекции стало сокращение либо реструктуризация портфеля одним или несколькими крупными инвесторами, к которым уже затем, по ходу падения цен, присоединились другие участники рынка».

Но большинство все-таки уверено, что именно действия ЦБ РФ по повышению ключевых ставок на 25 б.п. и заявления монетарных властей о готовности ужесточить денежно-кредитную политику стали катализатором переоценки долговых бумаг на внутреннем рынке. «Практически не возникает никаких сомнений в том, что основным виновником такого разворота событий стал Банк России, — уверен главный аналитик Связь-Банка Юрий Бодрин. — На этом фоне в первую очередь инвесторы предпочли избавиться от ОФЗ. В принципе это и неудивительно, так как до подъема ключевой процентной ставки Банком России между кривой доходности ОФЗ и ставкой прямого РЕПО сохранялся определенный спред, в то время как сейчас разница сократилась до значений, близких к нулевой отметке. Таким образом, чтобы в сегменте федеральных заимствований появились покупатели, необходимо восстановление спреда».

Разница между означенными позициями, на наш взгляд, большая. В первом случае речь идет о единичном действии, во втором же — о фундаментальном воздействии, по сути, коренном изменении политики монетарных властей. «Для нас это не стало неожиданностью, — говорит главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН» Александр Ермак. — Мы не исключали такую возможность развития событий еще в декабре на фоне ускорения инфляционных процессов, заявляя об этом в том числе и на Облигационном конгрессе в Санкт-Петербурге. Несмотря на незначительное повышение ставки рефинансирования — всего на 25 б.п., рост доходности ОФЗ составил в пределах от 60–80 б.п. на срок до 1.5 лет и до 30–40 б.п. — в более долгосрочном секторе от 6–7 лет и более».

По мнению зам. начальника аналитического управления БИНБАНКа Михаила Гонопольского, немаловажным фактором для столь существенной просадки рынка стала «фиксация прибыли крупным игроком, особенно на рынке ОФЗ, которая проходила несколько дней подряд». Но этот фактор все-таки играет вспомогательную роль по отношению к фактору ЦБ РФ.

Другим важным фактором становятся возросший объем первичного предложения бондов и характер крупных размещений ОФЗ и корпораций. «Падению цен ОФЗ способствовало отсутствие поддержки рынка со стороны крупнейших участников и проведение на этом фоне Минфином первичных размещений, на которых эмитент фактически «поощрял» рост ставок на рынке госбумаг», — отмечает Александр Ермак.

«Кривая доходности ОФЗ и первого эшелона корпоративного сегмента уверенно движется вверх, и для того чтобы первичные размещения имели рыночный характер, организаторам и в ближайшее время придется предлагать хорошую премию к текущей ситуации на вторичном рынке», — добавляет Михаил Гонопольский.

При этом практически все эксперты указывают на то, что большинство февральских размещений носили явно нерыночный характер.

Несмотря на то что у экспертов сложились различные мнения по первопричинам резкого проседания рынка в феврале, все единодушны, что весенние перспективы облигационного рынка безрадостны. Эксперты сходятся во мнении, что ситуация с ликвидностью не предвещает участникам рынка ничего хорошего. Разделяются они только степенью глубины ухудшения ситуации с ликвидностью в банковской системе.

«Мы ожидаем, что после существенного снижения рублевой ликвидности в конце марта — начале апреля, когда остатки на корсчетах банков сократятся до 450–550 млрд руб. на фоне квартальных выплат по НДС, а ставки по МБК вырастут до 8–9.5% для банков первого круга и до 10% и выше для остальных, что приведет к продаже на рынке рублевых бондов всего того, что можно будет продать на фоне отсутствия спроса, а банковская система вновь пройдет через некий кризис, финансовые власти все-таки озаботятся проблемой поступления «свежей крови» в банковскую систему из своих запасников, и к концу второго квартала проблема будет решена (обычно одного кризиса было достаточно)», — прогнозирует

заместитель руководителя инвестиционного департамента Промсвязьбанка Мария Субботина.

С другой стороны, Владимир Малиновский уверен, что кризиса на денежном рынке удастся избежать: «Одной из последних страшилок для облигационного рынка стали ожидания нового кризиса на денежном рынке. Считаем опасения несколько преувеличенными: во-первых, ЦБ как никогда готов предоставить финансирование для стабилизации ситуации, во-вторых, без учета «Роснефти» объем займов, подлежащих рефинансированию, не столь уж и велик, а той наверняка удастся найти средства». В то же время Малиновский подчеркивает, что «отсутствие дополнительных вливаний внутренних резервов уже недостаточно для того, чтобы поддерживать избыточный спрос на предлагаемые эмитентами долги».

«При этом говорить о том, что короткие бумаги первого эшелона лучше других защищены от падения котировок, теперь уже неправильно, — добавляет аналитик по бондам Райффайзенбанка Австрия Михаил Никитин. — За последние недели заметно изменилась форма кривой NDF именно в краткосрочном сегменте (ставки NDF до 2 месяцев выросли более чем на 100 б.п.)».

Фактор первичного рынка только усиливается. Так, например, по мнению Михаила Никитина, «коррекция процентных ставок в корпоративном сегменте приобретает более агрессивные формы — каждому новому размещению крупных эмитентов (даже квазисуверенного качества) предшествуют активные продажи «старых» выпусков. Очевидно, что эмитентам придется сокращать дюрацию и давать существенные премии к обращающимся выпускам».

Таким образом, ожидания по ухудшению ликвидности, отсутствие четких перспектив по поддержке рынка со стороны «институтов развития» и ожидания новых размещений с серьезной премией к вторичному рынку формируют негативный тренд и дают возможность крупным игрокам играть на понижение даже в сегменте ОФЗ и в первом эшелоне.

Некоторые конкретные прогнозы и рекомендации экспертов:

Владимир Малиновский: «Сценарии на март пока вырисовываются достаточно пессимистичные: признаков улучшения ситуации не наблюдается ни на внешнем, ни на внутреннем рынке. Не исключаем, что падение котировок облигаций продолжится, рынок будет тестировать новые уровни доходности. Спрос на бонды, скорее всего, останется минимальным; попытки эмитентов рефинансировать обязательства (на март запланированы оферты и погашения рублевых займов на сумму около 48 млрд руб.) продолжат толкать вверх доходность бумаг и на вторичном рынке.

Мария Субботина,
заместитель руководителя инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Александр Ермак,
главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

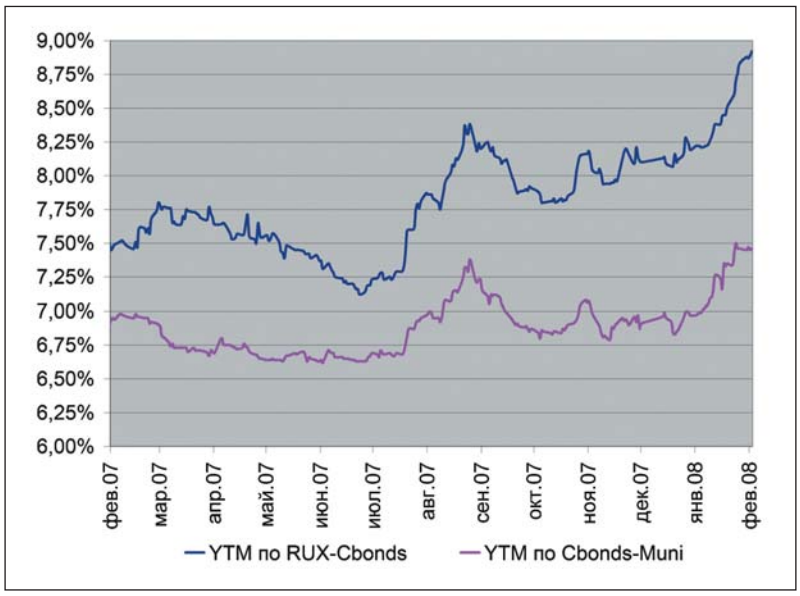
Владимир Малиновский,
начальник отдела анализа рынка долговых обязательств, ИБ «КИТ Финанс»

Юрий Бодрин,
главный аналитик департамента рынка капитала, Связь-Банк

Михаил Гонопольский,
заместитель начальника аналитического управления департамента операций на финансовом и фондовых рынках, БИНБАНК

Михаил Никитин,
аналитик по облигациям, Райффайзенбанк Австрия

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



При самом позитивном развитии событий можно ожидать некоторого роста доходности в начале месяца и консолидации котировок — в середине. Однако пока более вероятным считаем формирование среднесрочного, а возможно, и долгосрочного тренда роста процентных ставок. Считаем, что в зависимости от поведения рынка средняя доходность по бондам может вырасти в марте еще на 20–70 б.п.»

Михаил Ганопольский: «Еще более ситуация с ликвидностью может ухудшиться в апреле-мае, когда предприятиям придется выплачивать НДС по итогам квартала, а это приблизительно 350–500 млрд руб. Весь груз поддержания ликвидности ляжет на ЦБ РФ. Позитивно могут сказаться на рублевой ликвидности и начинающиеся аукционы по размещению незадействованных остатков средств федерального казначейства на счетах ограниченного круга коммерческих банков, которые затем будут поставлять ликвидность всей банковской системе, как это происходило в прошлом году при размещении части средств с аукционов по продаже имущества «ЮКОСа» на счетах Газпромбанка. Однако пока непонятен объем средств, которые Минфин будет размещать на депозитах коммерческих банков. В итоге мы ожидаем, что, конечно, ЦБ РФ совместно с Минфином будут поставлять необходимый уровень денежных средств в банковскую систему, однако фиксационные настроения на рынке ОФЗ и в первом эшелоне, вероятно, могут сохраниться.

Если отвлечься от ОФЗ и первого эшелона корпоративного сегмента, то во втором эшелоне мы ожидаем адекватный рост доходности по выпускам более одного года, соответствующий нормальным спредам к сопоставимым по дюрации выпускам первого эшелона. Также ждем рост интереса игроков к выпускам с дюрацией менее года и доходностью в диапазоне 10–14% годовых, то есть речь идет об эмитентах с хорошим кредитным качеством, в связи с чем хорошей стратегией при текущем состоянии рынка является покупка выпуска с неплохой доходностью и его удержание до оферты/погашения».

Александр Ермак: «Рынок субфедеральных и корпоративных облигаций отреагировал на рост доходности ОФЗ с опозданием на полторы-две недели. В то же время, еще не все выпуски компенсировали ростом доходности сокращение спредов к гособлигациям, поэтому снижение цен может продолжиться и в ближайшей перспективе.

С другой стороны, новые уровни доходности на прошедших в последнее время «рыночных» первичных размещениях (ТГК-10, Россельхозбанк-6) и после прохождения оферт (ТМК-3, ТГК-6 и др. выпуски) свидетельствуют, что потенциал роста ставок на вторичном рынке по бумагам всех эшелонов еще не исчерпан. На этом фоне явно переоцененными выглядят многие облигации энергетического сектора, отдельные выпуски компаний металлургии, ряда крупных банков.

В предстоящие один–два месяца мы не ожидаем существенного улучшения конъюнктуры рублевого облигационного рынка, учитывая ожидания серьезного ухудшения рублевой ликвидности в связи с выплатами российских корпораций и банков по предыдущим займам, а также крупными налоговыми платежами (в связи с новым порядком выплат НДС). Мы не исключаем возможных локальных провалов цен на долговые инструменты в кризисные для рынка периоды, однако в целом наиболее вероятным нам представляется установление бокового тренда по большей части бумаг на долговом рынке с сохранением процентных ставок на новых уровнях либо их небольшого повышения.

В текущих условиях мы по-прежнему рекомендуем обращать внимание на относительно короткие бумаги (со сроком обращения не более 1–1.5 года) второго-третьего эшелонов с относительно высокой доходностью при приемлемом кредитном качестве эмитентов, используя в том числе возможные диспропорции в ценообразовании в условиях низкой ликвидности рынка. Интересными могут быть новые условия обращения облигаций после прохождения ими оферт. Принимать участие в первичных аукционах мы рекомендуем только при наличии существенной премии к уровню вторичного рынка».

Мария Субботина: «Поскольку решение проблемы с ликвидностью, скорее всего, совпадет с возвращением части переждавших выборы нерезидентов в российский риск, при этом к маю, и уж точно к июню весь негатив по США по второму кварталу уже будет в ценах, то есть вероятность, что достаточно быстро будет возрастать активность на рынке рублевых облигаций. Поддержку облигациям может оказать и увеличение их доли в портфелях «возвращающихся» нерезидентов согласно инвестиционным стратегиям до конца 2008 года.

В конце мая — начале июня активно будут выходить на первичный рынок облигации второго эшелона, и мы рекомендуем в этот период активно покупать, поскольку премии будут, скорее всего, достаточно высокими, а бумаги будут быстро отрастать. Возможно, начнется активность и в третьем эшелоне, однако поскольку мы ожидаем, что высока вероятность того, что «ренессанс» прервется осенью (когда высока вероятность очередной порции негатива из США), то покупать третий эшелон на первичном рынке необходимо крайне осторожно. Что касается наших рекомендаций по вторичке, то они остаются неизменными: короткая дюрация и высокая доходность при тщательной проверке кредитного качества».

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК

Связь Банк

...ТО, ЧТО НАС СВЯЗЫВАЕТ

МЫ РЯДОМ С НАШИМИ ЭМИТЕНТАМИ НА ПРОТЯЖЕНИИ ВСЕГО СРОКА ОБРАЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА

В 2007 году Связь-Банк поддержал исполнение оферт на досрочный выкуп облигаций следующих эмитентов:

ЗАО «ИНКОМ-Финанс"
Облигационный заем
Серия 01
1 250 200 000
рублей
Оферта
Март 2007

ЗАО «Марта-Финанс»
Облигационный заем
Серия 02
1 000 000 000
рублей
Оферта
Июнь 2007

ООО «Матрица Финанс»
Облигационный заем
Серия 01
1 200 000 000
рублей
Оферта
Июнь 2007

ООО "Моссельпром Финанс"
Облигационный заем
Серия 01
1 000 000 000
рублей
Оферта
Июнь 2007

ООО "Натур Продукт - Инвест"
Облигационный заем
Серия 02
1 000 000 000
рублей
Оферта
Декабрь 2007

ОАО «РТК-ЛИЗИНГ»
Облигационный заем
Серия 05
2 250 000 000
рублей
Оферта
Август 2007

ЗАО "Марта-Финанс"
Облигационный заем
Серия 02
1 000 000 000
рублей
Оферта
Декабрь 2007

ОАО «ЛОМО»
Облигационный заем
Серия 03
1 000 000 000
рублей
Оферта
Сентябрь 2007

ЗАО "Балтимор-Нева"
Облигационный заем
Серия 03
800 000 000
рублей
Оферта
Ноябрь 2007

ООО «СОРУС КАПИТАЛ»
Облигационный заем
Серия 01
1 200 000 000
рублей
Оферта
Ноябрь 2007

ОАО «ЮТК»
Облигационный заем
Серия 03
3 500 000 000
рублей
Оферта
Октябрь 2007

ЗАО "Дикая Орхидея"
Облигационный заем
Серия 01
1 000 000 000
рублей
Оферта
Октябрь 2007

- **Полный комплекс услуг при прохождении оферты**
- **Доразмещение облигационных выпусков**
- **Поддержка вторичного рынка**
- **Выпуск аналитических обзоров по эмитенту**
- **IR-поддержка**

МЫ ВСЕГДА НА СВЯЗИ

8 (495) 228-36-42
8 (495) 228-38-01
www.sviaz-bank.ru
emission@sviaz-bank.ru

ОАО АКБ «Связь-Банк» основано в 1991 году.
Генеральная лицензия Банка России №1470 от 15.11.02

Лицензии ФСФР: на осуществление депозитарной деятельности № 177-10827-000100 от 6 декабря 2007 года; на осуществление дилерской деятельности № 177-10820-010000 от 6 декабря 2007 года; на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 177-10824-001000 от 6 декабря 2007 года; на осуществление брокерской деятельности № 177-10817-100000 от 6 декабря 2007 года. Лицензия биржевого посредника на совершение фьючерсных и опционных сделок в биржевой торговле на территории Российской Федерации № 748 от 08 сентября 2005 года, выдана Комиссией по товарным биржам ФСФР России.