ВЕСЕННИЕ настроения взяли вверх

Канр Лиджиев

ВЕСЬ МЕСЯЦ БАНКИ ВМЕСТЕ С МОНЕТАРНЫМИ ВЛАСТЯМИ ГОТОВИЛИСЬ К НАЛОГОВЫМ ВЫПЛАТАМ, КОТОРЫЕ, ПО ОЖИДАНИЯМ УЧАСТНИКОВ РЫНКА, МОГЛИ СПРОВОЦИРОВАТЬ КРИЗИС ЛИКВИДНОСТИ В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ. ОДНАКО ПЕССИМИСТИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ НЕ СБЫЛИСЬ, И БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА УСПЕШНО ПРОШЛА ИСПЫТАНИЕ. НА ЭТОМ ФОНЕ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ ВОЗОБЛАДАЛИ ПОЗИТИВНЫЕ НАСТРОЕНИЯ — ЗНАЧИТЕЛЬНО ВЫРОСЛИ ОБЪЕМЫ ТОРГОВ И НАБЛЮДАЛОСЬ СУЖЕНИЕ КРЕДИТНЫХ СПРЕДОВ И ДОХОДНОСТИ. ЧТО ЭТО БЫЛО — ПЕРЕЛОМ НЕГАТИВНОЙ ТЕНДЕНЦИИ, НАБЛЮДАЮЩЕЙСЯ С АВГУСТА 2007 ГОДА, ИЛИ ВСЕГО ЛИШЬ ЛОКАЛЬНАЯ ВОЛНА ОПТИМИЗМА?

Апрель принес волну облегчения на долговой рынок. Резко выросли объемы сделок с облигациями и впервые с начала кризисных явлений участники рынка наблюдали снижение доходностей. По итогам месяца вторичный биржевой оборот негосударственных бондов вырос на 55% с 229 млрд руб. до 355.4 млрд руб. Доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций снизилась в среднем на 39 б.п. до уровня 8.59% годовых. Доходности наиболее ликвидных муниципальных бондов изменились не так сильно — на 2 б.п., снизившись до уровня 7.53% годовых.

Опрошенные нами эксперты разошлись в оценке апрельских событий на рынке. Одни уверены, что позитивный тренд будет наблюдаться на протяжении всего второго квартала 2008 года. Другие же считают, что говорить о сломе негативной тенденции пока рано.

Так, например, аналитик Газпромбанка Алексей Астапов полагает, что «кризис ликвидности преодолел самую острую фазу, и ситуация на финансовых рынках начинает стабилизироваться. Снижение напряженности на кредитных рынках будет означать постепенное увеличение «аппетита к риску» на долговом рынке и стабилизацию ситуации на денежном рынке».

С другой стороны, например, начальник управления операций на фондовом рынке НК Банка Денис Гусев имеет иную точку зрения: «В результате совместных усилий кризиса не случилось, а банки пережили выплаты визуально без особых проблем — ставки на рынке МБК не пошли существенно выше уровней 5–6%. На этом фоне на рынке рублевого долга постепенно рос «аккуратный» оптимизм на ожиданиях прихода средств госкорпораций и ПФР, хотя говорить о кардинальной смене тренда на рынке сейчас явно рано. При прочих равных на рынке продолжается общий поступательный рост доходностей за счет огромного навеса первичного предложения и исполнения оферт на фоне ограниченных возможностей рефинансирования заемщиков на рынках капитала».

Отмечают эксперты и стабилизацию на внешних рынках. По словам бондового стратегиста «Ренессанс Капитала» Николая Подгузова, «резкий рост аппетитов инвесторов к риску произошел на фоне опубликованных несколько более сильных по сравнению с ожиданиями экономических показателей в США, а также дальнейших скоординированных действий ведущих центральных банков по поддержанию ликвидности мировой банковской системы. Кроме того, финансовые показатели крупнейших финансовых корпораций за первый квартал оказались в среднем сильнее прогнозных значений, а заявленные объемы списания убытков по плохим долгам — в среднем не такими крупными. Все это возродило надежды, что самые негативные последствия финансового кризиса, бушевавшего на мировых рынках с середины прошлого года, остались позади. Насколько устойчивой является текущая тенденция на улучшение настроений участников рынка, прогнозировать довольно сложно».

На этом фоне ожил рынок евробондов российских заемщиков. Старший аналитик по облигациям Банка Москвы Анастасия Михарская уверена, что апрель по праву можно назвать месяцем перелома на рынке еврооблигаций: «Газпром», «Евразхолдинг», «Вымпелком» с огромным успехом разместили свои выпуски евробондов на первичном рынке, причем спрос был настолько велик, что, например, «Евразу» пришлось даже увеличивать объем эмиссии, а цены на вторичном рынке по всем бумагам ушли выше номинала, отражая высокий спрос на бумаги и их нехватку при первичном размещении».

Николай Подгузов добавляет к этому: «Очевидно, что по мере улучшения настроений участников рынка объем первичного предложения будет расти, и это будет сдерживать рост котировок на вторичном рынке. Тем не менее, потенциал для сужения спредов сохраняется высоким.

В настоящее время спреды корпоративных еврооблигаций к базовым активам в среднем на 150–300 б.п. превосходят докризисные уровни».

Открытие евробондового рынка для внутреннего долгового рынка в первую очередь означает, что местные банки смогут наконец-то получить доступ к относительно более длинным ресурсам, отсутствие которых не позволяет им сейчас наращивать дюрацию своих облигационных портфелей. И эмитентам, независимо от их кредитного качества, успешно размещаться без выставления коротких оферт. По оценкам портфельного управляющего DWS Investments Дмитрия Дудкина, «эта проблема, наверное, исчезнет до конца года за счет восстановления первичных облигационных рынков — в первую очередь, евробондового».

Также рост аппетитов к российскому долгу со стороны иностранных инвесторов на внешних рынках позволяет надеяться и на их возвращение на внутренний российский рынок. По наблюдениям Анастасии Михарской, в настоящее время мы уже видим первые признаки возвращения «беглецов» на рублевый рынок: «Крупные сделки в банковских бумагах, а также более активный по сравнению с другими секторами рост облигаций нефтегазового сегмента и сегмента так называемых квазисуверенных выпусков, например облигаций машиностроительных компаний. Впрочем, вполне вероятно, что рост спроса именно на этот круг инструментов был обеспечен притоком средств институтов развития и пенсионных средств, однако, на наш взгляд, эти покупки были профинансированы не только средствами российских инвесторов. Насколько мы понимаем, несмотря на афишируемое существенное сокращение объемов сделок на emerging markets, и в том числе на российском рынке, западные банки активно участвуют в первичных размещениях наиболее качественных эмитентов (ВБД, «Система», «Объединенные кондитеры»), которые прошли за последний месяц».

Важными событиями прошедшего месяца стали два аукциона по размещению временно свободных бюджетных средств, проведенные Минфином в апреле. Кредитный аналитик ФК «ОТКРЫТИЕ» Дмитрий Макаров отмечает: «При потенциальном объеме размещения в 300 млрд руб. было размещено лишь 23.6 млрд руб. под ставку 7.25% годовых. Учитывая то, что аукцион проводился своевременно, такие скромные результаты позволяют сделать вывод о нецелесообразности привлечения денежных средств в условиях достаточно высокого потенциального риска ликвидности. Одной из причин является превышение ставки размещения

Алексей Астапов,
аналитик Центра анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

Анастасия Михарская,
старший аналитик отдела анализа рынка облигаций, Банк Москвы

Николай Подгузов,
Fixed Income Strategist, Renaissance Capital

Денис Гусев,
начальник управления операций на фондовом рынке, НК Банк

Дмитрий Макаров,
кредитный аналитик, ФК «ОТКРЫТИЕ»

Дмитрий Дудкин,
Portfolio Manager, DWS Investments

на 100 б.п. ставки заимствования у ЦБ в рамках РЕПО. С другой стороны, просматриваемая в последнее время линия ЦБ по ужесточению денежно-кредитной политики, частью которой стало повышение ставки рефинансирования на 25 б.п., получила свое продолжение в рамках проведенного аукциона, когда довольно значительные средства могли оказаться в распоряжении участников, но оказались невостребованными».

Несмотря на то что новый инструмент, разработанный Минфином и ЦБ, пока не пользуется повышенным спросом, по мнению Николая Подгузова, этот инструмент предоставления ликвидности является очень важным моментом с точки зрения повышения устойчивости российской банковской системы. Тем не менее, как отмечает стратегист «Ренессанса», неопределенность в политике монетарных властей на ближайшие три-шесть месяцев сохраняется: «Существует серьезная угроза, что по мере стабилизации ситуации с ликвидностью в рамках борьбы с инфляцией ЦБ предпримет очередные шаги по повышению процентных ставок. Мы не исключаем, что во втором квартале Банк России пойдет на повышение ставок по депозитам. Повышение ставки однодневного РЕПО ЦБ, на наш взгляд, целесообразно после того, как ставки по депозитам существенно приблизятся к ставкам РЕПО».

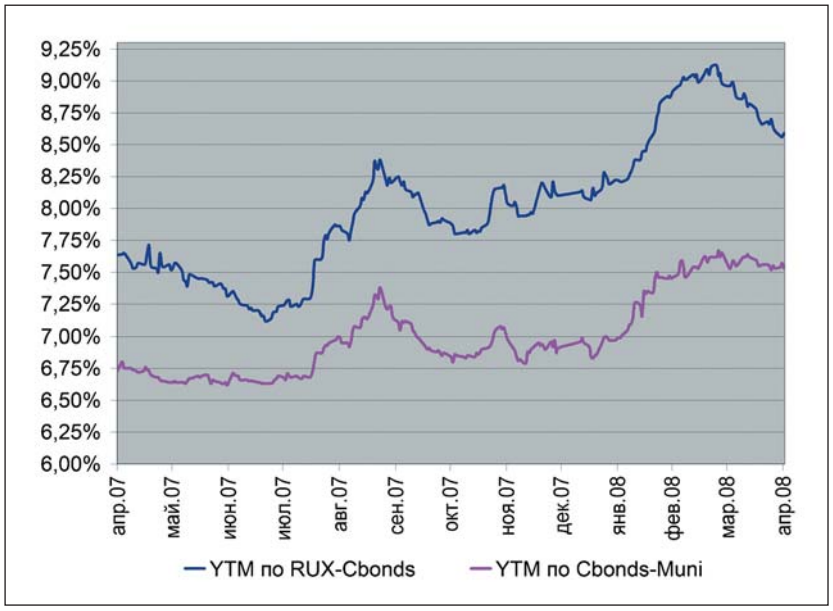
С Подгузовым полностью солидарен Дмитрий Дудкин: «Инфляция в РФ в 2008 году уже составила 6%, при этом в апреле на фоне восстановления рынка акций денежные власти фиксируют восстановление притока капитала. В такой ситуации ЦБ с большой вероятностью пойдет на дальнейшее повышение депозитных ставок, которое продолжит «выдавливать» короткие ставки на денежном рынке в сторону более высоких значений».

Суммируя все вышесказанное, прогноз Дудкина по движению ставок таков: «Усредненная кривая доходности будет более плоской — самый короткий ее конец имеет ощутимый риск движения вверх, тогда как долгосрочные ставки, скорее всего, будут неподвижными».

С другой стороны, Подгузов считает, что «с учетом текущих перспектив ситуации с рублевой ликвидностью даже незначительное повышение (25–50 б.п.) ставки РЕПО вряд ли окажет очень негативное влияние на настроения участников рынка. Больше всего от повышения ставок РЕПО наверняка пострадает рынок ОФЗ. Сегмент государственных облигаций по прежнему не пользуется спросом широкого круга инвесторов, и ликвидность гособлигаций продолжает падать».

В целом, несмотря на расхождения мнений экспертов по оценке апрельских событий, их рекомендации во многом пересекаются.

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



Так, в DWS Investments рекомендуют увеличивать дюрацию: «Нам представляется, что в результате по крайней мере трех больших волн продаж, прошедших по рынку рублевых облигаций с августа 2007 года, большинство участников рынка «переукоротили» дюрацию портфелей, и сейчас наступает время, когда можно подумать о том, чтобы взять чуть больше риска ради очень хорошей прибавки в доходности. Если говорить о втором и качественном третьем эшелонах, самой подходящей для новых покупок выглядит сейчас дюрация в диапазоне 1–1.5 года. Что касается кредитного риска, нам продолжают нравиться сектора, ориентированные на два основных драйвера текущего экономического развития страны, а именно спрос (подогреваемый очень быстрым ростом реальных доходов) и инвестиции в основной капитал (новый фактор, со всей очевидностью проявившийся в 2007 году). Эти сектора включают девелопмент недвижимости, банковский сектор, торговлю и агропром».

Рекомендации стратегиста «Ренессанса» связаны с институтами развития. Объем свободных средств фондов ЖКХ и нанотехнологий, который может быть размещен на внутреннем рынке в ближайшие месяцы, по оценкам Минфина России, составляет около 300 млрд руб. Конечно, не все эти средства будут инвестированы в долговые инструменты. Часть средств, вероятно, будет размещена на депозитах в коммерческих банках, что поддержит ликвидность банковской системы. Тем не менее, как считают в «Ренессансе», существенный положительный эффект для рублевого рынка облигаций даже от инвестиций части средств институтов развития очевиден.

В соответствии с существующими нормативными документами, средства фонда ЖКХ и Корпорации нанотехнологий на внутреннем рынке ценных бумаг могут быть инвестированы в ОФЗ или ГСО, региональные, корпоративные и банковские рублевые облигации, а также ипотечные долговые инструменты. Рейтинг негосударственных облигаций должен быть не ниже уровня BB-/Ba3, либо по выпуску должна быть предоставлена государственная гарантия по основной сумме долга и/или купонным выплатам. Доля облигаций одного корпоративного или банковского эмитента в портфеле не должна превышать 20%. Объем инвестиций в конкретный выпуск ОФЗ не должен превышать 35% от находящихся в обращении ценных бумаг.

Для инвестирования средств в рублевые облигации требуется проведение конкурса и выбор управляющих компании. Конкурс проводится Правлением фондов в соответствии с действующим законодательством. Правление фонда ЖКХ уже объявило конкурс, его результаты станут известны 21 мая. По результатам конкурса будет отобрано 8–10 управляющих компаний, каждой из которых будет передано в управление не менее 1 млрд руб. Таким образом, по оценкам Подгузова, реальную поддержку котировкам рублевых облигаций средства фондов институтов развития могут оказать уже во второй половине мая: «Очевидно, что повышенным спросом соответствующие активы начнут пользоваться раньше. На наш взгляд, если начало апрельского налогового периода сложится благоприятно и не приведет резкому росту (до 8–10%) ставок денежного рынка, то вполне вероятно, что уже в начале мая рынок рублевых облигаций ждет новая волна покупок».

Позитивно видят ближайшее будущее и в ФК «ОТКРЫТИЕ»: «На наш взгляд, на рынке складывается достаточно позитивная ситуация, при которой рынок ощущает поддержку как со стороны эмитентов, нуждающихся в финансировании и ориентированных на внутренний рынок в условиях неопределенности на внешних рынках, так и со стороны инвесторов, которые готовы вкладывать средства в новые выпуски сравнительно надежных эмитентов в условиях достигнутого эмитентами понимания текущей конъюнктуры рынка. В бумагах второго-третьего эшелонов создаются условия для переоценки кредитных рисков, а уровни краткосрочной рублевой ликвидности доказали свою устойчивость. Однако на рынке высоки ожидания роста ставок, хотя ставка на собственные силы, похоже, начала срабатывать».

Аналитик Газпромбанка Алексей Астапов также рекомендует инвесторам уже сейчас присматриваться к эмитентам второго-третьего эшелона, увеличивать дюрацию и отмечает фактор спроса со стороны институтов развития: «Мы ожидаем сужения спредов и роста торгов по всему спектру облигаций, а также смещения интереса инвесторов в сторону бумаг более длинной дюрации. Одним из факторов, которые могут поддерживать рынок в ближайшие месяцы, станет реализация плана по размещению свободных средств институтов развития в облигации рублевого рынка».

Фактором, препятствующим снижению ставок, является планы эмитентов по новым заимствованиям.

Так, тем не менее, к примеру, Михарская из Банка Москвы оценивает ситуацию на рублевом рынке как все еще достаточно тяжелую: «Многие эмитенты смирились с тем, что стоимость долга для них значительно увеличилась, однако такая ситуация привела к критическому росту доходностей обращающихся бумаг. Пока существующий объем спроса на бумаги является недостаточным для того, чтобы противостоять большому объему размещений, вызывающему все новые волны роста доходности».

Рекомендации Банка Москвы в сложившейся ситуации: «Для любого инвестора очень важно поймать момент, когда меняется тренд, а рынок начинает разворачиваться. Мы считаем, что первыми признаками окончательного «выздоровления» рынка рублевого долга являются «лакмусовые бумажки» долговых рынков: первичные размещения и оферты. Как только премии, предоставляемые эмитентами при размещении и прохождении оферт, приблизятся к 0–25 б.п. и при этом начнет увеличиваться длина размещаемых бумаг, можно будет констатировать кардинальное изменение ситуации.

Все вышесказанное вовсе не означает, что спекулятивные покупки длинных облигаций не принесут инвесторам прибыли, тем не менее, ставить на долгосрочный рост длинных бумаг, на наш взгляд, пока рано».

Здесь стоит сказать, что Денис Гусев уже обращает внимание на то, «что в этом месяце «качественные» эмитенты уже были не столь щедры на премии на аукционах». Но и он не уверен в тренде. «Возможно, что эмитентам просто повезло, — говорит он, — и они размещались на локальной волне оптимизма».

Прогноз Гусева выглядит так: «Маловероятно, что мы увидим классический «sell in may and go away» на рублевых облигациях — рынок уже достаточно сильно упал и, по большому счету, отыграл большую часть внутреннего негатива (в первую очередь возможный рост ставок на фоне разгона инфляции). Пока банки не получат доступ к более-менее длинным деньгам (будь то нормализация на западных рынках или деньги бюджета или госкорпораций на депозитах на несколько месяцев), полноценно на рынок рублевого долга они не вернутся. Для этого нужна стабилизация на мировых финансовых рынках, где визуально ситуация выправляется — откровенной паники уже нет, хотя очевидно, что кризис еще даже не на середине цикла. На этом фоне у нас в России инфляция составила 6% за первые четыре месяца. Маловероятно, что в такой ситуации много инвесторов решится выйти из защитных позиций и агрессивно увеличивать дюрацию портфелей. Определенную поддержку рынку могут оказать деньги ПФР, но спектр бумаг для инвестирования относительно узок, и вряд ли он сможет подтянуть за собой весь рынок. В общем и целом — откровенно пессимистичных ожиданий нет, но и повода для кардинального снижения доходностей на рынке пока не видно».