«Нефть в России больше, чем нефть»

Нестабильность нефтяных цен и смена ожиданий по ставке ФРС может привести к глобальному пересмотру процентных ставок на рынке облигаций

Канр Лиджиев

Дмитрий Богословский,
начальник аналитического отдела АКБ «СОЮЗ»

Екатерина Леонова,
аналитик по облигациям, «Альфа-Банк»

Денис Гусев,
Fixed Income Analyst, VTB Bank Europe

Если посмотреть внимательно, то окажется, что в основе большинства основных факторов, влияющих на рынок российских облигаций, лежит цена на нефть.

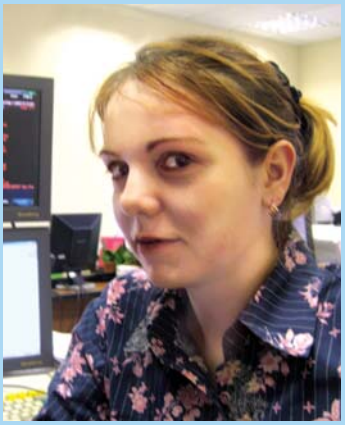
С нефтью в той или иной степени связаны и уровень инфляции, и ликвидность в банковской системе, и валютный курс. Серьезные движения на нефтяном рынке меняют и настроение участников рынка. Еще в конце 2006 г. общий настрой был радужным и оптимистическим, а уже в начале 2007 г. он умеренно-пессимистический.

Несмотря на высокий уровень ликвидности и отсутствие предложения новых негосударственных бумаг, обвал нефтяных цен на мировых рынках в первой половине январе привел к стагнации на внутреннем рынке облигаций с преобладанием продаж. По мере сжатия уровня рублевой ликвидности рынок все больше ориентировался на конъюнктуру внешнего рынка, где наблюдался рост доходностей. Лишь к концу месяца ситуация стабилизировалась. «2007 год начался нетрадиционно для долговых рынков. Против ставшего уже привычным ралли инвесторов ожидала стагнация с плавным переходом в усиление продаж. Для России экспорт нефти по-прежнему является значимой статьей дохода бюджета и стимулом экономического развития. Кроме того, приток валютной выручки в страну в последние годы был основным источником пополнения рублевой ликвидности. Лишь к концу месяца ситуация на сырьевых рынках стабилизировалась и цены корректировались вверх, перестав давить на рублевый долг. Со второй декады января начался рост доходностей базовых активов, что не могло не отразиться на российских еврооблигациях. Причиной продаж внешних долгов стала переоценка вероятности понижения ставок ФРС в текущем году. Российские еврооблигации в январе упали в цене почти на 2%», — говорит аналитик по облигациям «Альфа-Банка» Екатерина Леонова.

«Вследствие растущих ставок на внешних рынках и падающих цен на нефть рынок рублевого долга в январе был под властью разнонаправленных факторов и стагнировал. С одной стороны, традиционно высокий для начала года уровень свободной рублевой ликвидности (объем корсчетов и депозитов в начале месяца достигал $30 млрд, а ставки o/n немногим превышали уровень 2–3% годовых только в период налоговых платежей) был подкреплен затишьем на первичном рынке негосу-

дарственных выпусков, что оказывало поддержку бумагам вторичного рынка. С другой стороны, обвал цен на нефть в сочетании с укреплением доллара на мировых рынках и достаточно неожиданным снижением инфляции в 2006 г. до 9% лишили рынок одного из основных козырей в условиях отрицательных реальных ставок — ожиданий укрепления курса рубля. В итоге по мере сжатия уровня рублевой ликвидности рынок все больше ориентировался на конъюнктуру внешнего рынка, что привело к некоторому росту доходности по итогам месяца», — поддерживает коллегу аналитик по инструментам с фиксированной доходностью VTB Bank Europe Денис Гусев.

Михаил Волхонский,
Fixed Income Analyst, Deutsche UFG



Ольга Ефремова,
аналитик инвестиционного департамента, «Банк ЗЕНИТ»

Александр Митус,
аналитик, «НОМОС-БАНК»

В результате объем вторичного биржевого оборота негосударственных бондов в январе по сравнению с декабрем снизился почти в 2 раза: с декабрьских 296 млрд руб. до 162 млрд руб. в январе. Конечно, нужно учитывать, что и торговых дней в январе было меньше — 17 против 21 в декабре. Но разница в оборотах остается существенной.

На фоне низкой активности операторов рынка доходности наиболее ликвидных рублевых бумаг в январе изменились незначительно. Дешевые деньги и низкие цены настраивали отдельных игроков на спекулятивный лад, что и поддержало рынок. «Эпизодические покупки были в значительной мере обусловлены спекулятивным настроением отдельных инвесторов, которым «покоя не давали» чрезвычайно дешевые деньги и привлекательно низкие цены. Помимо этого, рост отдельных выпусков был обеспечен положительным новостным фоном. В частности, на новостях о присвоении рейтингов росли бумаги Миракс-2, а котировки облигаций «ХКФ-Банка» «вытолкнуло» вверх сообщение о включении выпусков ХКФ-Банк-2 и ХКФ-Банк-3 в котировальные списки А первого уровня и ожидание того, что ХКФ-Банк-4 скоро присоединится к ним», — отмечает аналитик «Банка ЗЕНИТ» Ольга Ефремова. В результате индикатор доходности по индексу Cbonds-Muni по итогам января показал рост на 5 б.п., утвердившись на уровне 6.93% годовых, а индикатор доходности по индексу RUX-Cbonds снизился на 17 б.п., достигнув уровня 7.52% годовых.

Что касается ближайших перспектив, то все опрошенные аналитики и эксперты единодушны во мнении, что ожидать снижения доходности на рынке уже не приходится.

Остается сложной ситуация на внешних рынках. В начале 2007 г. к фактору ФРС добавилась неопределенность с нефтью. Со снижением цен на нефть эра высокой рублевой ликвидности закончится. «В последнее время на фоне выхода достаточно сильных макроэкономических данных существенно усилились ожидания роста ставки ФРС США, хотя большинство экспертов склонялось к ее возможному снижению в первом полугодии 2007 г. В итоге до середины года вероятность снижения доходности базовых активов мы оцениваем как низкую. Во-первых, резко упавшие цены на нефть снизили аппетит на российские облигации, во-вторых, сокращение сальдо торгового баланса приведет к ослаблению ревальвационных ожиданий на валютном рынке РФ и сжатию рублевой ликвидности на денежном рынке», — считает начальник аналитического отдела АКБ «СОЮЗ» Дмитрий Богословский.

«В отношении дальнейшего направления изменения мировых процентных ставок сохраняется значительная неопределенность. В свете публикации высоких данных экономической статистики в США и неожиданного повышения учетной ставки Банком Англии прогнозы снижения учетной ставки стали более сдержанными. Мы полагаем, что до середины года ФРС вряд ли снизит учетную ставку. В связи с этим в предстоящие месяцы на рынке вероятна высокая волатильность, так как котировки будут остро реагировать на все, что может пролить свет на будущую политику денежных властей. Несмотря на сохраняющийся потенциал сужения спредов российских еврооблигаций, в ближайшие месяцы такое развитие событий представляется маловероятным из-за высокой волатильности мировых процентных ставок. В результате в марте-апреле плавное снижение котировок российских еврооблигаций, скорее всего, продолжится. Снижение цен на нефть должно привести к сокращению положительного сальдо внешней торговли и уменьшению притока свободных денежных средств. Таким образом, ожидать заметного повышения котировок внутреннего долга также не следует. В ближайшие месяцы ставки по ОФЗ, а также по корпоративным облигациям первого эшелона, скорее всего, останутся на прежнем уровне. В этой ситуации стоит обратить внимание на облигации второго и третьего эшелонов, которые отличаются более существенным потенциалом роста стоимости и менее чувствительны к изменению мировых процентных ставок благодаря более высоким спредам и коротким дюрациям. Во втором и

третьем эшелонах возможно снижение ставок до 25–30 б.п.», — дает свой прогноз аналитик по инструментам с фиксированной доходностью Deutsche UFG Михаил Волхонский.

Помимо высокой ликвидности, другие два столпа, на которых в 2006 году держалась вера в рублевый рынок — низкие процентные ставки денежного рынка и ожидания укрепления рубля — в ближайшее время могут также потерять свою силу. «Стоит отметить серьезные намерения финансовых властей РФ по сдерживанию денежного предложения, что в условиях снижения притока валюты по счетам платежного баланса позволит ЦБ РФ более эффективно задействовать механизм регулирования ликвидности с помощью процентных ставок. Ставки на межбанковском рынке будут расти в этом году. В итоге два ключевых фактора поддержки рублевых облигаций — укрепление рубля и низкие ставки денежного рынка — в ближайшее время утратят свою силу», — категоричен Дмитрий Богословский.

«Уменьшение объема валютных поступлений в первом квартале (вследствие падения цен на нефть) упрощает ЦБ задачу контроля над инфляцией. Принимая во внимание, что оценочные данные по инфляции в январе выглядят довольно умеренно по сравнению с январем 2006 г., мы полагаем, что в ближайшее время ЦБ вряд ли активизирует свои действия по укреплению курса рубля к бивалютной корзине», — высказывает свое мнение по валютному курсу Ольга Ефремова.

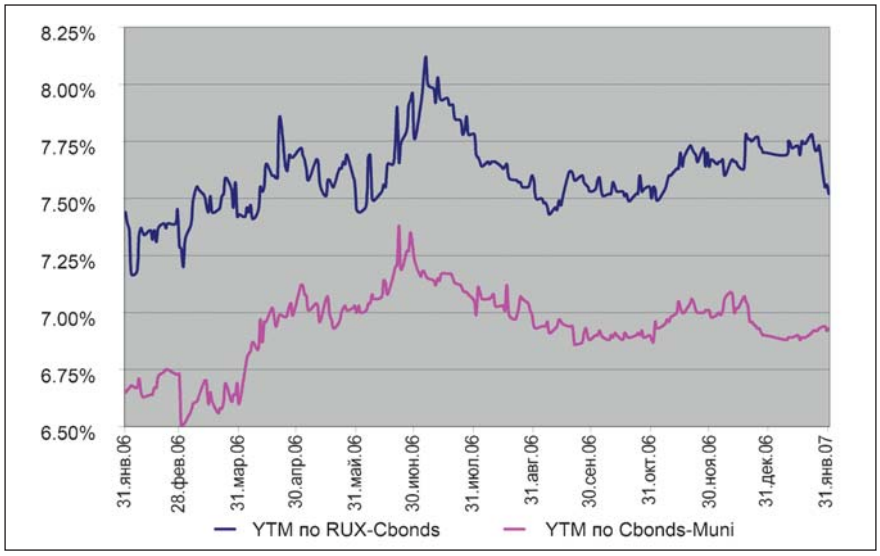
«Наиболее вероятно, что инвесторам придется привыкать к более высокой стоимости краткосрочных рублевых ресурсов, что повлечет за собой переоценку минимально привлекательных уровней и для внутреннего облигационного рынка», — добавляет Екатерина Леонова.

Иностранные инвесторы не смогут оказать значительную поддержку внутреннему рынку облигаций. «Нерезиденты тоже особой поддержки рынку рублевых облигаций не окажут, так как доходность беспоставочных форвардов на руб./долл. (Implied Yield) на срок от полутора лет практически соответствует ставкам по ОФЗ аналогичной дюрации, а ликвидных бумаг до одного года на рынке нет», — констатирует Дмитрий Богословский.

Свою лепту может внести и первичный рынок. Согласно опубликованному плану, государство будет наиболее активно предлагать новые бумаги в первой половине года. Например, в феврале-марте общий объем предложения госбумаг составит 52 млрд руб. Плюс к этому начинается новый сезон размещений в негосударственном секторе. По информации, в феврале-марте 14 эмитентов планируют размесить бонды на общую сумму более 33 млрд руб. Набирающий темп первичный рынок способен также негативно повлиять на ставки доходности по облигациям. «Минфин предпочел в новом году не растягивать процесс новых размещений ОФЗ и сконцентрировал основную массу новых аукционов в первой половине года. Уже не за горами новый сезон первичных аукционов в корпоративном сегменте. «Самые смелые» уже определились с датами размещения, остальные пока находятся на стадии премаркетинга. При этом анонс новых выпусков позволяет предположить, что проблема навеса «первички», с которой участники рынка столкнулись во второй половине прошлого года, не потеряет своей актуальности — в дополнение к перенесенным размещениям добавляются новые имена», — уверена Ольга Ефремова.

«Коренных изменений в экономическом курсе страны в наступившем году не предвидится. В подтверждение можно привести мнение главы миссии МВФ Пола Томсона, который отметил, что перспективы развития российской экономики в 2007 году не сильно отличаются от ситуации 2006 года, несмотря на снижение нефтяных цен. Данное обстоятельство позволяет ожидать дальнейшего эволюционного развития облигационного рынка. Влияние перечисленных факторов, на наш взгляд, приведет к тому, что уже в феврале-марте объемы первичных размещений на рынке рублевых заимствований будут весьма значительными», — отмечает аналитик по облигациям «НОМОС-БАНКа» Александр Митус.

При этом, как отмечает Денис Гусев из VTB Bank Europe, с 15 января 2007 года система Clearstream стала проводить расчеты в рублях, что позволяет эмитентам размещать за границей выпуски облигаций непосредственно в рублях в отличие от уже существующих «квазирублевых» выпусков, что должно увеличить ликвидность размещаемых выпусков и привлечь новый класс инвесторов с относительно свободными лимитами. По его мнению, «вероятней всего, в обозримом будущем ведущие эмитенты будут предпочитать размещать крупные выпуски, минуя биржу, что должно оказать поддержку вторичному рынку и может снизить давление на внутренний рынок избыточного предложения крупных выпусков в среднесрочной перспективе».

Как видим, опрошенные нами аналитики и эксперты рынка облигаций имеют похожий взгляд на движение основных индикаторов рынка облигаций в ближайшей и среднесрочной перспективе. Поэтому в этом номере журнала рубрики «Бык VS Медведь» не будет в силу отсутствия возможных оппонентов. Но в связи с центральной темой данной рубрики — нефть и ставка ФРС — вашему вниманию будет представлен развернутый взгляд Дмитрия Богословского, начальника аналитического отдела АКБ «СОЮЗ», центральной темой которого является влияние внешних рынков и нефтяных цен на российский рынок облигаций.

Доходность к погашению по портфелю индекса RUX-Cbonds и Cbonds-Muni