Между СЦИЛЛОЙ и ХАРИБДОЙ

Канр Лиджиев

ДЕЙСТВИЯ МОНЕТАРНЫХ ВЛАСТЕЙ СТАНОВЯТСЯ ВСЕ БОЛЕЕ ВЛИЯТЕЛЬНЫМ ФАКТОРОМ, ФОРМИРУЮЩИМ КОНЪЮНКТУРУ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ. В ЧАСТНОСТИ, ЦБ РФ ПРОДОЛЖАЕТ УЖЕСТОЧАТЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ В ЦЕЛЯХ ОБУЗДАНИЯ ИНФЛЯЦИИ И КЭРРИ-ТРЕЙДЕРОВ. НО МНОГИЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА НЕ УВЕРЕНЫ В ТОМ, ЧТО ГЛАВНОМУ ФИНАНСОВОМУ ВЕДОМСТВУ СТРАНЫ УДАСТСЯ РЕШИТЬ ПРОБЛЕМУ РАЗГОНЯЮЩЕЙСЯ ИНФЛЯЦИИ БЕЗ УКРЕПЛЕНИЯ НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ. ОТНОСИТЕЛЬНО ВЫСОКИЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И УКРЕПЛЯЮЩИЙСЯ РУБЛЬ ЗАСТАВЛЯЮТ НЕРЕЗИДЕНТОВ С ИНТЕРЕСОМ РАССМАТРИВАТЬ РОССИЙСКИЙ РЫНОК. ВКУПЕ С БЛАГОПРИЯТНОЙ СИТУАЦИЕЙ С ЛИКВИДНОСТЬЮ СПРОС ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ ФОРМИРУЕТ КРАТКОСРОЧНЫЕ ПОЗИТИВНЫЕ ОЖИДАНИЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ.

Активность на рынке облигаций в первой половине мая из-за длинных праздников была традиционно низкой. Во второй половине месяца участники рынка вернулись на рынок и начали активно заключать сделки. Покупки шли как в первом-втором эшелонах, так и по куда менее ликвидным бумагам. Причем заказы поступали как от российских участников рынка, так и нерезидентов. И хотя суммарный майский торговый оборот бумагами был ниже апрельского, он оказался на уровне прошлогоднего майского показателя (биржевой оборот в мае 2007 года составил 215 млрд руб.) и заметно выше других оборотов за прошедшие в 2008 году месяцы.

По итогам мая вторичный биржевой оборот негосударственными бондами составил 215.363 млрд руб. против 304.386 млрд руб. в апреле. Доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций снизилась в среднем на 10 б.п. до уровня 8.49% годовых. Доходности наиболее ликвидных муниципальных бондов снизились на 5 б.п. до уровня 7.59% годовых.

Росту цен на облигации способствовала благоприятная рублевая ликвидность: среднемесячные остатки на корсчетах были близки к 600 млрд руб., а ставки по РЕПО под залог корпоративных бумаг колебались в среднем на уровне 5–6% годовых. «Инвесторов в течение трех с половиной месяцев пугали жутким квартальным платежом по НДС, выплатами по внешнему долгу и грядущим «апокалипсисом» на денежном рынке, — рассказывает главный бондовый стратегист «ТРАСТА» Павел Пикулев. — В результате к концу апреля инвесторы успели подготовиться к худшему в плане как своих позиций на денежном рынке, так и структуры портфеля рублевых облигаций. В итоге страшная угроза конца всей ликвидности на практике оказалась «пшиком», и благодаря масштабным апрельским продажам валюты уровень ликвидности к началу мая установился на очень комфортных значениях. Это не осталось без внимания инвесторов, и они стали корректировать свои портфели с учетом этой новой, гораздо более дружелюбной к держателям рублевых облигаций реальности».

На этом фоне действия ЦБ РФ по ужесточению денежно-кредитной политики не только были проигнорированы рынком, но даже сыграли в обратную сторону вопреки ожиданиям. «Участников рынка не смогли поколебать ни повышение денежными властями процентных ставок в конце апреля, ни увеличение ФОР в конце мая, — делится своими впечатлениями начальник отдела анализа долгового рынка ИК «Велес Капитал» Иван Манаенко. — Напротив, низкая эффективность предпринимаемых правительством мер на фоне роста цен на топливо навевала рынку мысли о высокой вероятности возврата к старому способу борьбы с инфляцией — укреплению рубля, — что лишь разогревало интерес к российскому фондовому рынку».

Более того, по мнению аналитика финансовых рынков АКБ «Спурт» Тимура Галеева, повышение ставок ЦБ на фоне укрепляющихся в рыночной среде ожиданий по

укреплению рубля имело «побочным» эффектом приток спекулятивного иностранного капитала на внутренний рынок. Участники рынка в конце мая ощутили достаточно приличный интерес к российским долгам из-за границы, что только прибавило оптимизма российским участникам рынка.

По мнению аналитика по облигациям ИГ «Ист Коммерц» Виктора Орешкина, последние действия ЦБ были попыткой отпугнуть кэрри-трейдеров: «Регулятор оказался в довольно сложной ситуации: высокие цены на нефть сильно увеличили сальдо торгового баланса России, обеспечив серьезный приток ликвидности в страну, и инфляция продолжила расти, достигнув к середине месяца значения в 7.2% с начала года. Однако наиболее действенный инструмент сдерживания роста денежной массы последних лет — укрепление курса национальной валюты — сейчас, очевидно, опасен, так как может привлечь в страну дополнительные объемы спекулятивного иностранного капитала и не решит основной задачи. Поэтому ЦБ прибег к другим инструментам: в конце апреля была повышена ставка рефинансирования и другие ставки, а к концу месяца ЦБ повысил и нормативы резервирования, ограничивая возможности банков по мультиплицированию ликвидности, и — особенно — увеличивая стоимость зарубежных заимствований банков, и снижая привлекательность инвестиций в рублевые активы для нерезидентов. Отчасти апрельский рост был вызван ожиданием иностранных инвесторов скорого укрепления рубля, однако в мае этого не произошло, более того, в середине месяца стоимость бивалютной корзины даже выросла, возможно, это было попыткой отпугнуть кэрри-трейдеров».

Как видим, ожидания по укреплению рубля остаются в силе, и у ЦБ пока не получается их изменить. В конце мая иностранные спекулянты вновь атаковали российский рынок.

Несмотря на то что рынок практически никак не прореагировал на последние действия ЦБ РФ, именно политика монетарных властей будет в центре внимания участников рынка в перспективе.

По оценкам аналитика по долговым бумагам ИФД «КапиталЪ» Дмитрия Зака, «летом показатели ликвидности обычно выше, и если они ухудшатся, то ближе к осени». По его мнению, дополнительно поддержку облигациям должны оказать и средства госфондов, которые будут инвестированы на внутреннем рынке. Поддерживает коллегу Виктор Орешкин из «Ист Коммерца», который, в частности, отмечает, что в мае фонд содействия реформированию ЖКХ провел конкурс на право управления временно свободными средствами в размере 100 млрд руб.

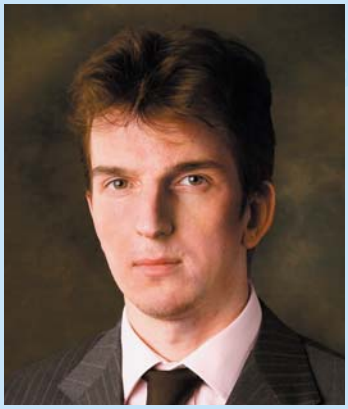
ПУЛЬС РЫНКА

Тимур Галеев,
аналитик отдела анализа финансовых рынков, АКБ «Спурт»

Павел Пикулев,
главный стратегист департамента исследования долговых рынков, ИБ «ТРАСТ»

Дмитрий Зак,
аналитик по долговым бумагам, ИФД «КапиталЪ»

Иван Манаенко,
начальник отдела анализа долгового рынка, ИК «Велес Капитал»



Никита Гусаков,
вице-президент, Ситибанк

Виктор Орешкин,
аналитик по долговым бумагам, «Ист Коммерц»

сроком на 4 года. «Эти средства будут переданы в управление 8–10 компаниям — результаты будут подведены 23 июня — и размещаться могут лишь в консервативные инструменты, облигации наиболее качественных заемщиков. Средства могут поступить на рынок уже в июле и, вероятно, позволят несколько снять напряжение от навеса нереализованного первичного предложения облигаций высококачественных заемщиков. В ожидании поступления этих средств первый-второй эшелоны могут начать размещать облигации уже в июне, провоцируя оживление на первичном рынке».

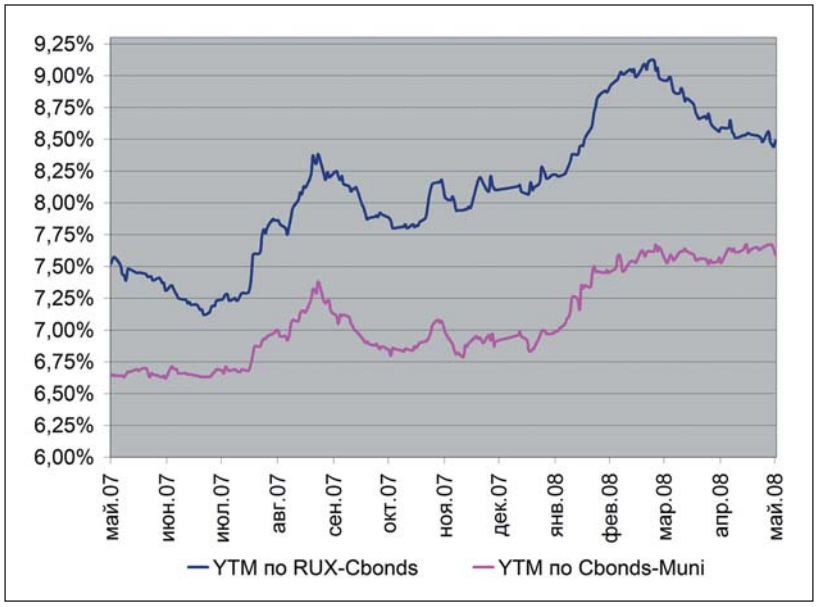
Но этих денег, по всей видимости, не хватит, чтобы полностью уравновесить спрос на деньги со стороны крупных заемщиков. По мнению Павла Пикулева, амбиции эмитентов первого эшелона являются одним из угрожающих факторов на рублевом долговом рынке: «По нашим оценкам, общий объем заявленных заимствований в первом эшелоне превышает 300 млрд руб.».

Впрочем, как отмечает стратегист «ТРАСТА», с улучшением глобальной ситуации значимость этой угрозы несколько снижается: «Во-первых, при открытом рынке внешнего долга крупным заемщикам уже нет нужды столь агрессивно занимать дома, во-вторых, при наличии спроса на первичном рынке дела явно идут на поправку. Кроме того, не исключено, что часть избыточного предложения в первом эшелоне в будущем покроет спрос ГУК и институтов развития».

На позитивные новости с международных рынков указывает и вице-президент Ситибанка Никита Гусаков: «В апреле с огромной переподпиской прошли размещения еврооблигаций «Газпрома», «Евраза» и «Вымпелкома». В мае спрос международных инвесторов перешел на государственные банки, что позволило ВТБ и Россельхозбанку разместить рекордные выпуски. Банковский сектор облигаций больше всего пострадал от кризиса, и успешное размещение госбанков породило оптимистичные настроения на рынке. Однако стоит отметить, что в книгах обоих выпусков доминировали американские инвесторы, чей интерес ограничен выпусками с инвестиционными рейтингами, и в первую очередь — квазисуверенным риском, который в настоящее время предлагает очень хорошую премию к суверенной кривой. Поэтому для частных банков размещение еврооблигаций остается проблематичным».

Целенаправленное ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ РФ в среднесрочной перспективе таит в себе опасности, что будет сдерживать доходности облигаций от снижения. С другой стороны, высокие ставки и крепкий рубль привлекают иностранный капитал, а валютные интервенции ЦБ создают условия для стабильной ликвидности.

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



На первые летние месяцы все опрошенные нами эксперты смотрят достаточно оптимистично.

Так, по мнению Тимура Галеева, ЦБ РФ, скорее всего, продолжит курс на повышение процентных ставок и ставки по операциям прямого РЕПО: «Эта ситуация представляет опасность в основном для низкодоходных первоклассных облигаций — ОФЗ и корпоративных долгов эмитентов первого эшелона. Упор же, на мой взгляд, нужно делать на недлинные облигации банковского сектора, а также качественные долги второго и третьего эшелонов в целом, имеющие запас по спреду к ставке по операциям прямого РЕПО. Поскольку проблем с ликвидностью у банков этим летом мы не предвидим, то при выборе бумаги присутствие ее в Ломбардном списке было бы желательно, но не критично».

Банковские облигации также отмечает и Иван Манаенко: «Отдельно можно выделить банковский сектор, интерес к которому, помимо всего прочего, был связан с прохождением пика мирового финансового кризиса и успешным получением синдицированных кредитов рядом российских банков. В частности, среди лидеров роста оказались выпуски «УРСА Банк-7», «УРСА Банк-5», «УРСА Банк-3», «ХКФ Банк-2», «Промсвб-5», «ЗЕНИТ-3», «РосселхБ-3», «РосселхБ-6», «Возрожд-1».

В июне, на взгляд Манаенко, конъюнктура рублевого рынка облигаций останется благоприятной, и цены продолжат расти: «Косвенно об этом говорит индифферентность рынка к последним мерам Банка России по связыванию свободной рублевой массы, а также повышенная активность участников первичного рынка («СЗТ-5», «Севкабель-Финанс-4»). Да и текущий запас рублевой ликвидности более чем высокий. Единственное, что может несколько подпортить картину — это сезонный спад активности и возможные просрочки по исполнению оферт и погашений. Но, скорее, подобные проблемы будут носить локальный характер и не затронут рынок в целом».

Позитивно смотрит на июньские перспективы и Никита Гусаков: «По нашим ожиданиям, в июне на рынке сохранится позитивный фон. Ликвидность по-прежнему остается хорошей, чему способствует приток нефтедолларов и свободные средства институтов развития. При этом рынок находится под давлением большого объема зарегистрированных выпусков. При каждом улучшении рынка на первичном рынке моментально появляется предложение. О своих намерениях выйти на рынок летом заявили ВТБ 24, «Роснефть», РЖД и ряд других крупных эмитентов. Мы надеемся, что по мере улучшения рынка спрос будет распространяться на более

длинные выпуски. Показательными для рынка будут размещения вышеупомянутых облигаций первого эшелона, которые заинтересованы в привлечении долгосрочных ресурсов и, скорее всего, не будут предлагать инвесторам коротких оферт. Это, скорее всего, приведет к репрайсингу вторичного рынка и позволит сделать котировки вторичного рынка более репрезентативными для оценки первичных размещений».

Дмитрий Зак также отмечает передвижение спроса инвесторов в среднесрочный участок кривой доходности. Он прогнозирует, что в первую очередь спросом будут пользоваться среднесрочные бумаги хорошего кредитного качества. Их падение даже в случае роста процентных ставок и ухудшения ситуации на мировых финансовых рынках вряд ли будет существенным. Рекомендует Зак внимательно присмотреться к эмитентам, проходящим оферты: «На рублевом рынке весной этого года наблюдался пик оферт, и зачастую эмитенты предлагали держателям облигации новые купоны, дающие существенную премию к среднеотраслевым доходностям сектора. С одной стороны, это объясняется нежеланием эмитентов досрочно гасить свои долги, с другой — в большинстве случаев финансовое состояние этих компаний как минимум сохраняется на прежнем уровне, и говорить о переоценке кредитного качества не приходится. Примерами здесь могут служить представители продуктового ритейла, «МОСМАРТ» и «Бахетле», выставившие купоны 15.5% и 15% соответственно сроком на полгода до следующей оферты. Среди региональных строителей интересную доходность предлагает «Камская Долина», чей третий выпуск погашается через год, а премия к сопоставимым компаниям превышает 200 б.п.». В списке его рекомендаций и компании, близкие к государству. В частности, по его мнению, интерес представляют выпуски таких компаний, как «Сатурн», УМПО и ПМЗ, которые в рамках реструктуризации отрасли российского авиадвигателестороения объединяются в единый холдинг, подконтрольный государству: «Грядущее объедение в госхолдинг позволяет рассматривать их долг как квазигосударственный, а наличие оферт на выкуп облигаций, предусмотренных эмиссионными документами, снижает риски инвестирования в случае ухудшения рыночной конъюнктуры».

Нейтрально на рынок смотрят в ближайшей перспективе Виктор Орешкин и Павел Пикулев.

«Наши ожидания относительно вторичного рынка облигаций на июнь нейтральны. Рублевая ликвидность попрежнему будет оказывать поддержку котировкам, как минимум до второй половины июля... В то же время, риск дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики, вероятно, будет сдерживать доходности от снижения. Ситуация на первичном рынке, скорее всего, продолжит налаживаться, однако вряд ли для «джанка» рынок откроется скоро», — резюмировал бондовый стратегист «ТРАСТА».

«В целом пока ничто не предвещает беды, и в июне-июле можно ждать продолжения плавного восстановления долгового рынка. Вместе с тем, резкого снижения доходности не будет, особенно по наименее рисковым бумагам — здесь возможен даже некоторый рост ставок на фоне повсеместной активизации борьбы с инфляционными процессами — и в мире, и в России. Скорее можно говорить о сужении спредов, некотором росте аппетита к риску, в том числе увеличении дюрации портфелей», — считает аналитик по облигациям ИГ «Ист Коммерц».

Cbonds Contact

Деловая сеть для профессионалов финансового рынка

Малиновский Владимир Михайлович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– Аналитика
Финансовые инструменты:
– Облигации

Лялин Сергей Владимирович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– TOP Management
Финансовые инструменты:
– Акции
– Векселя
– Евробонды

Кащеев Николай Игоревич
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– Аналитика
– Финансовая журналистика
Финансовые инструменты:
– Валюта
– Денежный рынок

Автухов Михаил Олегович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– TOP Management
Финансовые инструменты:
– Private Equity
– Акции
– Валюта

Ермак Александр Петрович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– Аналитика
Финансовые инструменты:
– Векселя
– Денежный рынок
– Евробонды
– Облигации

Присоединяйтесь к профессионалам! Вступайте в Cbonds-Contact!

Уже более 1000 участников

www.Cbonds-Contact.info