Расслоение СТАВОК

Канр Лиджиев

УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦБ РФ И ГИГАНТСКИЕ ПЛАНЫ ЭМИТЕНТОВ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА СПРОВОЦИРОВАЛИ ПЕРЕОЦЕНКУ УРОВНЕЙ ДОХОДНОСТИ В ДАННОМ СЕГМЕНТЕ. И ЭТОТ ПРОЦЕСС ПРОИСХОДИТ НА ФОНЕ КРАЙНЕ БЛАГОПРИЯТНОЙ СИТУАЦИИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ. ДЕШЕВЫЕ ДЕНЬГИ СЕЙЧАС СПОСОБНЫ ЛИШЬ ОКАЗАТЬ ПОДДЕРЖКУ КРАТКОСРОЧНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ КАЧЕСТВЕННЫХ ЭМИТЕНТОВ. ВОЛНА ТЕХНИЧЕСКИХ ДЕФОЛТОВ, ПРОКАТИВШАЯСЯ ПО РЫНКУ В ИЮНЕ, УСУГУБИЛА И БЕЗ ТОГО ТЯЖЕЛУЮ СИТУАЦИЮ В ТРЕТЬЕМ ЭШЕЛОНЕ. СКОРЕЕ ВСЕГО, ЭМИТЕНТОВ ДАННОГО СЕГМЕНТА ЖДЕТ ДАЛЬНЕЙШЕЕ УЖЕСТОЧЕНИЕ УСЛОВИЙ ЗАИМСТВОВАНИЙ И СНИЖЕНИЕ СПРОСА СО СТОРОНЫ ИНВЕСТОРОВ. ВТОРОЙ ЭШЕЛОН, БЛАГОДАРЯ КОРОТКИМ ОФЕРТАМ И БОЛЕЕ ВЫСОКОЙ ДОХОДНОСТИ ПО СРАВНЕНИЮ С ПЕРВЫМ ЭШЕЛОНОМ, БУДЕТ НАИБОЛЕЕ ВОСТРЕБОВАННЫМ НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ БОНДОВ.

В июне рынок облигаций находился во власти продавцов. «После двухмесячной положительной динамики в движении цен на рублевом долговом рынке с начала июня наблюдается снижение цен облигаций, — описывает ситуацию на рынке главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН» Александр Ермак. — При этом лидером этого снижения были бумаги первого эшелона, которые, правда, продемонстрировали наибольший рост в апреле-мае. Если остановку роста цен в первых числах лета можно было связать с фиксацией прибыли, то дальнейшее движение вниз было обусловлено очередным (уже третьим в текущем году) повышением ставки рефинансирования ЦБ РФ». В конце июня резкий рост доходности в первом эшелоне спровоцировало объявление ориентировочного уровня ставки купона по ожидаемым в июле новым облигациям РЖД на 20 млрд руб., который оказался на 100–150 б.п. выше вторичного рынка бондов железнодорожников. Это подтвердило опасения участников рынка, что эмитенты первого эшелона, имеющие огромные планы по размещению облигаций, будут предлагать при размещении новых бумаг хорошую премию. Переоценка в первом эшелоне перекинулась и на второй эшелон. Таким образом, по итогам первого летнего месяца доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций выросла в среднем на 64 б.п. до уровня 9.14% годовых. Доходности наиболее ликвидных муниципальных бондов выросли на 12 б.п. до уровня 7.76% годовых.

Отметим, что рост доходностей облигаций происходил на фоне крайне благоприятной ситуации на денежном рынке: в конце июня ставки на межбанке редко превышали 4% годовых. Дешевые деньги на текущий момент способны лишь приостановить процесс переоценки в первом-втором эшелонах и оказать поддержку краткосрочным долговым инструментам.

«Текущая ситуация на долговом рынке складывается довольно-таки интересно, — делится своим мнением заместитель начальника аналитического управления БИНБАНКА Михаил Гонопольский. — С одной стороны, на наш взгляд, в бумагах первого-второго эшелонов не учтен состоявшийся и будущий рост ключевых ставок денежного рынка. С другой стороны, причиной такого состояния дел является отсутствие проблем с рублевой ликвидностью, в связи с чем участникам не приходится задействовать инструмент обратного РЕПО с ЦБ РФ по возросшей ставке. При этом деньги институтов развития поступили на рынок (средства фонда нанотехнологий), а в июле ожидается поступление на депозиты банков еще 200 млрд руб. фонда ЖКХ. Таким образом, как минимум ближайший месяц можем ожидать отсутствия сильной волны переоценки доходностей в первом-втором эшелонах. На наш взгляд, лишь ближе к осени в случае возникновения некоторого дефицита ликвидности может произойти резкий процесс роста доходностей наиболее ликвидных и менее доходных облигационных выпусков рублевого долгового рынка».

Инфляция будет в центре внимания монетарных властей. Эксперты уверены, что в борьбе с инфляцией ЦБ РФ задействует все имеющиеся у него средства: повышение ключевых ставок и укрепление рубля.

Так, например, аналитик по бондам Дойче Банка Михаил Волхонкий считает: «Повышение ставок должно негативно сказаться на рублевой ликвидности и привести к росту ставок на денежном рынке. В свою очередь, это негативно скажется на котировках. Впрочем, основной удар примут на себя долгосрочные бумаги с низкой доходностью — как ОФЗ, так и корпоративные облигации первого эшелона. Укрепление рубля окажет позитивное влияние на рынок, усилив спрос на рублевые активы со стороны нерезидентов. Это относится в большей степени к корпоративным облигациям, так как доля иностранных инвесторов в этом сегменте рынка выше, чем в суверенном и субфедеральном. Следует отметить, что рублевые облигации имеют премию по номинальной доходности по отношению к еврооблигациям, что — в особенности в условиях сильного рубля — делает их более привлекательными. В более долгосрочной перспективе мы ожидаем, что усилия ЦБ по сдерживанию инфляции принесут плоды, и темп роста цен снизится. Наши экономисты ожидают, что по итогам 2008 года инфляция снизится до 12.4% и будет постепенно снижаться и в последующие годы. Снижение инфляции ослабит давление на рынок и откроет дорогу для возобновления роста рынка».

В то же время, пока ужесточение монетарной политики не сказывается отрицательно на рублевой ликвидности в банковской системе. Так, на взгляд начальника отдела исследований долговых рынков ИНГ Банка Станислава Пономаренко, определяющим для рынка во второй половине года будет динамика потоков капитала в страну и размещение средств госфондов развития: «Пока все идет

по достаточно благоприятному сценарию, банки и корпорации все активнее привлекают капитал с внешнего рынка, а средства госфондов постепенно перемещаются с депозитов в ЦБ на счета коммерческих банков. Оба эти тренда создают предпосылки неплохой ликвидности банковского сектора, а значит, и сильного спроса на рынке облигаций. Основным риском в данном случае является, возможно, новый виток нестабильности на глобальных кредитных рынках. Основанием для такого развития событий может быть рост количества корпоративных дефолтов, поскольку, несмотря на глобальное смягчение процентной политики, стоимость займов для корпораций остается выше, чем до июля прошлого года. Плюс пока также рано говорить о восстановлении финансового сектора и окончании череды существенных списаний своих активов банками».

Фактор неопределенности на внешних рынках во втором полугодии 2008 года также отмечает ведущий аналитик ИК «Тройка Диалог» Антон Табах: «Мировые рынки, слегка отошедшие от мрачных ожиданий января-марта и воспрянувшие на радикальном снижении процентных ставок, вновь входят в состояние неопределенности. Негативные новости по состоянию экономики США, спекуляции на тему европейской инфляции, резкий рост цен на сырьевые ресурсы — все это способствует волатильности на рынке процентных ставок. Мы ожидаем, что ставки по КО США будут двигаться в коридоре 3.75–4.25%, а официальные ставки не будут повышены до октябрьского заседания ФРС, во многом по политическим соображениям. Одновременно ЕЦБ окажется стесненным в своей процентной политике и, скорее всего, также не будет предпринимать действий по повышению официальных ставок, «заговаривая» инфляцию своими заявлениями. Глобальные банки продолжат зализывать реальные и мифические раны под аккомпанемент заявлений о резком усилении регулирования и полномочий органов надзора. Однако в силу долгого цикла принятия решений новые меры будут реально обсуждаться не раньше следующего года. Нынешний кризис — первый, при котором облигации развивающихся рынков не пострадали как класс, и, скорее всего, эта тенденция продолжится и в будущем. Спред по суверенному долгу, скорее всего, будет находиться в коридоре 125–150 б.п., отражая великолепное состояние бюджета и падающий внешний долг. На первичном рынке уже остались только качественные заемщики, активно пытающиеся использовать открывшееся в апреле-мае окно возможностей для займов. Скорее всего, после размещения отложенных выпусков наступит затишье — новые выпуски будут идти в обычном режиме».

Михаил Волхонский,
Fixed Income Analyst, Deutsche Bank

Владимир Малиновский,
начальник отдела анализа рынка долговых инструментов аналитического управления, ИБ «КИТ Финанс»

Станислав Пономаренко,
Head of Research FM, ING BANK (EURASIA)

Александр Ермак,
главный аналитик долговых рынков, БК «РЕГИОН»

Михаил Гонопольский,
заместитель начальника аналитического управления, БИНБАНК

Антон Табах,
старший аналитик, ИК «Тройка Диалог»

В то же время, по мнению начальника отдела анализа рынка долговых инструментов «КИТ Финанса» Владимира Малиновского, внешняя конъюнктура будет оказывать гораздо меньшее влияние на российский долговой рынок до конца 2008 года по сравнению с его первой половиной: «Наоборот, считаем, что сохранение фундаментального негатива в США и еврозоне при относительно неплохой ситуации с денежной ликвидностью вынудит зарубежных инвесторов «искать счастья» в других странах, влияние кризиса на которых было минимальным. С этой точки зрения российские активы, в том числе долговые, могут выглядеть достаточно привлекательно».

В любом случае, очередное повышение ключевых ставок на внутреннем рынке негативно скажется на котировках долговых бумаг и может спровоцировать очередную переоценку в первом эшелоне. Однако она видится экспертам незначительной.

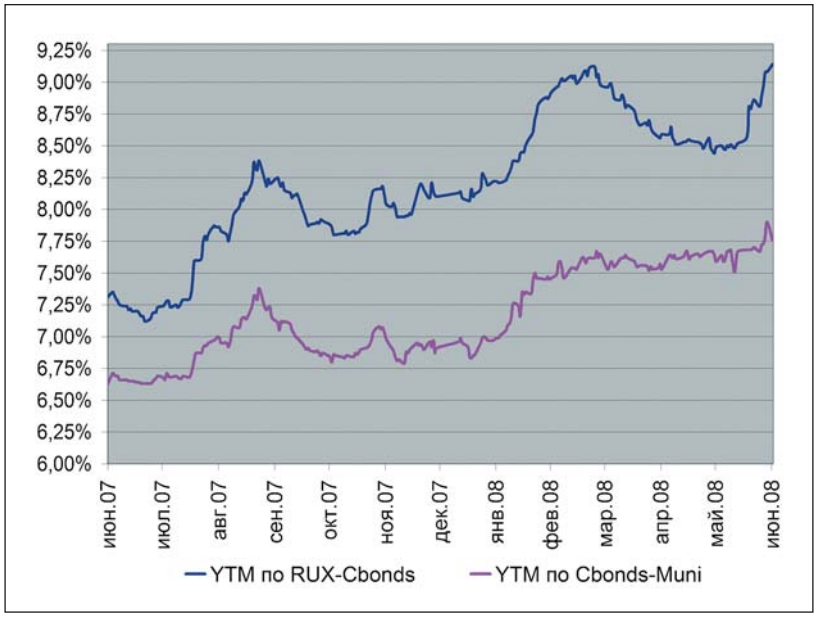
Так, в «Тройке» ожидают умеренных действий ЦБ РФ в области процентных ставок с повышением ставок рефинансирования и РЕПО на 50–75 б.п. «Однако немедленный эффект от этих мер, скорее всего, будет незначительным, — уверен Антон Табах, — поскольку за счет других инструментов поддержания ликвидности ставки по МБК и на рынке госзаимствований все равно остаются ниже. Приток валюты из-за рубежа — как спекулятивных вложений под укрепление рубля, так и репатриации экспорта — при нынешних ценах на нефть продолжит увеличивать ликвидность и давить на рубль. Подвижки в валютной политике возможны ближе к осени, когда будет более ясна ситуация на мировых финансовых рынках».

Все эксперты прогнозируют дальнейшее расслоение внутреннего рынка облигаций.

Так, например, в ИНГ Банке по-прежнему видят основания для роста дифференциации кредитного риска инвесторами в рублевые бонды: «Если первый эшелон бумаг сохраняет потенциальную поддержку в виде ликвидности госфондов и более легкого доступа эмитентов к банковским продуктам, то высокие риски рефинансирования и общее неприятие риска могут способствовать расширению спредов в менее качественном сегменте бумаг. Дополнительным толчком к расслоению сегментов рынка облигаций могут быть первые дефолты в бумагах третьего эшелона, которые, в принципе, являются пока еще немодным, но нормальным бизнес-решением».

В этой ситуации, по мнению Волхонского из Дойче Банка, более привлекательными представляются корпоративные облигации второго эшелона, которые, во-первых, имеют более короткие дюрации, благодаря офертам, во-вторых, имеют больший потенциал сужения спредов.

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



Соглашается с коллегой Владимир Малиновский. Более того, аналитик «КИТ Финанса» считает, что постепенно интерес инвесторов в данном эшелоне может вырасти с однолетних облигаций до выпусков срочностью до двух лет.

Негативно на ставки доходности влияет и огромный навес «первички». По оценкам Александра Ермака, общий объем запланированных размещений по состоянию на конец июня превысил отметку 850 млрд руб. «Желание гарантированно привлечь необходимые денежные средства приводит к тому, что эмитенты предоставляют существенные премии (от 100–150 б.п. и выше) к текущим ставкам на вторичном рынке, что чаще всего вызывает рост последних. Аналогичное давление оказывают и оферты по обращающимся выпускам. С начала года около 76% от общего объема возможных к предъявлению облигаций было выкуплено по оферте. Во второй половине 2008 года объем предстоящих оферт составляет на текущий момент более 300 млрд руб. (более 550 млрд руб. в целом за год). При этом для успешного прохождения оферт эмитенты не ограничиваются формальным повышением процентных ставок, которое доходит до 2–4% годовых, но и вынуждены предоставлять инвесторам дополнительную комиссию (так сказать, «за кадром»)», — отмечает аналитик «РЕГИОНа».

При этом, как отмечают все эксперты, для третьего эшелона первичный рынок еще долго будет закрыт, а обращающиеся выпуски будут практически полностью предъявляться к оферте. По словам Табаха, в случае «реальных дефолтов возможно появления целой группы distressed debt как отдельного сектора рынка». Михаил Волхонский отмечает, что переоценка рисков после прошедших технических дефолтов приводит к тому, что теперь вряд ли стоит ожидать ситуации двухлетней давности, когда лишь единичные выпуски имели доходность выше 15%: «Таким образом, мы наблюдаем появление полноценного high-yield сегмента рынка».

В общем, при принятии решения инвестирования в бумаги эмитентов третьего эшелона инвестбанки будут применять сугубо индивидуальный порядок в зависимости от кредитного качества, акционерной структуры и других факторов. Но, по словам Малиновского, в силу низкой информационной прозрачности компаний третьего эшелона становится тяжело прогнозировать потенциал эмитента по его возможности рассчитаться по обязательствам. Интерес могут представлять бумаги только после более глубокого анализа актуальной отчетности. Страдать будет весь сегмент в целом. Таким образом, по мнению Александра Ермака, опережающий рост процентных ставок по бумагам третьего эшелона может стать реальностью в ближайшее время.

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:

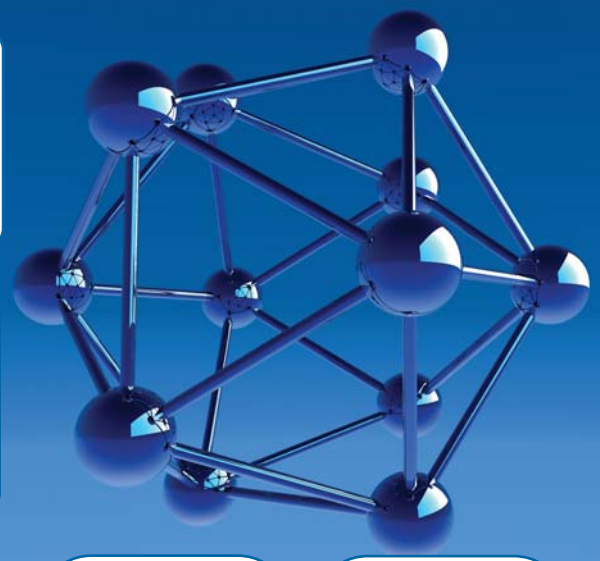
ЗАО «ИНКОМ-Финанс"
Облигационный заем
Серия 01
1 250 200 000
рублей
Оферта
Март 2007

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.