Ярко выраженная АРИТМИЯ

Иван Макаров

В СЕРЕДИНЕ ЛЕТА РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВНОВЬ ОКАЗАЛСЯ ПОД ДАВЛЕНИЕМ НЕГАТИВНЫХ НАСТРОЕНИЙ. ДАЖЕ ЗАЕМЩИКИ ИЗ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА ВВИДУ ПРОДОЛЖАЮЩЕГОСЯ ШТОРМА НА МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ И РЕЗКОГО РОСТА КАК ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ВНУТРЕННЕМ ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ, ТАК И ТРЕБОВАТЕЛЬНОСТИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ИНВЕСТОРОВ, ВЫНУЖДЕНЫ ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ПРЕМИИ ПО 100–150 Б.П. К РЫНКУ. И СУДЯ ПО ВСЕМУ, ДОХОДНОСТИ БУДУТ РАСТИ ДАЛЬШЕ, И ЛИШЬ СКОРОСТЬ ЭТОГО РОСТА БУДЕТ ЗАВИСЕТЬ ОТ ТОГО, КАК ГОСУДАРСТВО БУДЕТ РАЗМЕЩАТЬ НА РЫНКЕ ВРЕМЕННО СВОБОДНЫЕ СРЕДСТВА РАЗЛИЧНЫХ СВОИХ ФОНДОВ.

Большинство опрошенных Cbonds Review экспертов говорят об окончательном развороте отечественного рынка и начале неуклонного роста процентных ставок по всему спектру бумаг. Свой вклад в этот процесс внесли и проблемы мировых финансовых корпораций, которым по-прежнему не до покупки бумаг российских эмитентов, и высокий уровень инфляции, и заявления высокопоставленных чиновников. Впрочем, некоторые из аналитиков не исключают, что до конца года рынок может еще пару раз метнуться из стороны в сторону.

«Июль на рублевом долговом рынке начался откровенно скучно, со стагнации: примерно до середины месяца активность была очень низкой, инвесторы в спокойном режиме старались доукомплектовать свои портфели короткими и относительно «доходными» выпусками второго эшелона, — отмечает аналитик отдела анализа рынка облигаций и кредитного риска МДМ-Банка Максим Коровин. — Основное же внимание участников рынка в течение месяца было сосредоточено на новых размещениях, недостатка в которых не было. «Навес» нового предложения естественным образом весь месяц давил на котировки облигаций первого эшелона. Рынок оживился после очередного повышения ключевых ставок ЦБ в середине месяца, сопровождавшегося фактическим укреплением рубля (хотя сам регулятор предпочитает говорить о «расширении коридора колебаний бивалютной корзины»). После этого падение цен выпусков первого эшелона лишь ускорилось, вместе с тем, большую часть месяца ставки денежного рынка держались на достаточно низком уровне — около 3–4%. В целом же за июль сегмент бумаг первого эшелона пострадал довольно серьезно: в качестве иллюстрации можно привести длинные выпуски АИЖК, доходности по которым выросли с примерно 10% до 10.70–10.75%».

Последним шоком для долгового рынка в июле, по мнению аналитика МДМ-Банка, стали крупные налоговые выплаты, объем которых оказался, похоже, больше, чем рассчитывали банки, из-за чего ставки overnight в последнюю неделю выросли примерно до 6%. Кроме того, «дело «Мечела» вновь напомнило — в первую очередь, иностранным инвесторам, — о политических рисках в России. На этом фоне пошатнулись даже качественные выпуски второго эшелона, несколько сдавшие свои позиции к концу месяца (правда, абсолютно не драматично).

«Из позитивных новостей июля можно отметить все более четко наблюдаемую тенденцию замедления инфляции. Если в ближайший месяц она вновь получит подтверждение, и мы также увидим снижение темпов экономического роста, то вероятность дальнейшего многократного повышения ставок ЦБ, на наш взгляд, несколько снизится», — полагает Максим Коровин.

«2008 год полностью оправдывает ожидания того, что это год большой волатильности на финансовых рынках. В июне-июле произошел очередной разворот рынков на фоне преобладания негативных настроений. Слабая макроэкономическая статистика за июнь и возрастающие опасения инвесторов о сохранении высоких темпов инфляции в будущем спровоцировали пересмотр инвестиционных портфелей не в пользу России, — считает Александр Морозов, Chief Economist, HSBC Bank. — Вместе с тем, для отыгрывания рынками уже сейчас пессимистического сценария глобальной рецессии и нарастания макроэкономических проблем в России пока нет достаточных оснований. Если такие основания не появятся в ближайшее время, нас может ждать очередной разворот рынка, в августе-сентябре, который будет поддержан российским макроэкономическим фоном. Открытие евробондового рынка для новых размещений и массовое открытие carry trade позиций по рублю уже привели к ускорению роста предложения денег на рынке и темпов роста банковских активов. Ослабление кредитных ограничений для небанковского сектора должно способствовать ускорению роста экономики в целом».

«Фундаментальные силы остаются разнонаправленными для рынка облигаций РФ. Общий вектор на перспективу одного-трех месяцев — цены скорее пойдут вниз, хотя и без драматизма, — уверен начальник отдела анализа и оценки БФА Олег Гредиль. — С одной стороны, рублевые ставки в 7–9% на фоне двузначной инфляции российских инвесторов устраивают разве что в сочетании с дешевым кредитным плечом и/или ультракоротким горизонтом

инвестирования. При этом желающих занять по этим ставкам более чем достаточно во всех эшелонах. На иностранных же рынках долга море бросовых цен в последние месяцы становится только глубже, и сравнительно щедрыми риск-премии на российском рынке отнюдь не выглядят. С другой стороны, федеральное правительство все больше смотрит на внутренний рынок облигаций РФ как место для размещения своих обильных и продолжающих рост сбережений, передает «временно» свободные средства госфондов напрямую в облигационные портфели, а также предоставляет финансовой системе сравнительно недорогое фондирование в виде депозитов. Крупными нетто-кредиторами банков стали и некоторые региональные власти, например, Санкт-Петербург держит уже около 100 млрд руб. в краткосрочных депозитах».

Но вместе с тем, по словам Олега Гредиля, в результате широко обсуждаемого ужесточения монетарной политики не осталось зазора между ставками предложения межбанковских кредитов и котировками депозитов Банка России. Поэтому, считает он, последующие движения ставок Банка России приведут к удорожанию фондирования на МБК/РЕПО независимо от настроений на валютном рынке и обилия рублей на корсчетах. «В том, что движения Банка России будут вверх, сомнений нет, — считает Олег Гредиль. — Таким образом, потенциал приятных сюрпризов с денежного рынка для облигационеров практически исчерпан, грядет похолодание, если не заморозки, как осенью 2007 года».

«Среднесрочная тенденция на российском рублевом долговом рынке становится очевидной: российские компании и финансовые институты генерируют такой спрос на финансовые ресурсы, который неспособны удовлетворить внутренние инвесторы, — полагает, в свою очередь, директор управления рынков капитала департамента инвестиционно-банковских услуг РОСБАНКА Максим Орешкин. — Из данной ситуации два выхода: либо российская экономика перестает расти, либо доходности по долговым инструментам российских эмитентов становятся привлекательными для иностранных инвесторов. В текущий момент мы видим, что реализуются оба сценария: инвестиции и экономический рост замедляются, а доходности на внутреннем рынке обновляют все новые и новые максимумы».

Между тем, высокая инфляция в мире не дает надежды на скорое снижение стоимости заемных средств на мировых рынках: замедление экономики приводит к росту числа банкротств, а соответственно, и премий за кредитный риск, а ускорение приводит к повышению базовых ставок, тем самым делая заемные ресурсы более дорогими, отмечает эксперт РОСБАНКА. Второй проблемой является плачевное состояние мировых

ПУЛЬС РЫНКА

Александр Морозов,
Chief Economist,
HSBC Bank

Максим Коровин,
аналитик отдела анализа рынка облигаций и кредитного риска,
МДМ-Банк

Максим Орешкин,
директор управления рынков капитала департамента инвестиционно-банковских услуг,
РОСБАНК

Олег Гредиль,
начальник отдела анализа и оценки,
БФА

Олег Соломин,
начальник аналитического управления,
банк «Петрокоммерц»

Тимур Галеев,
старший аналитик,
банк «Спурт»

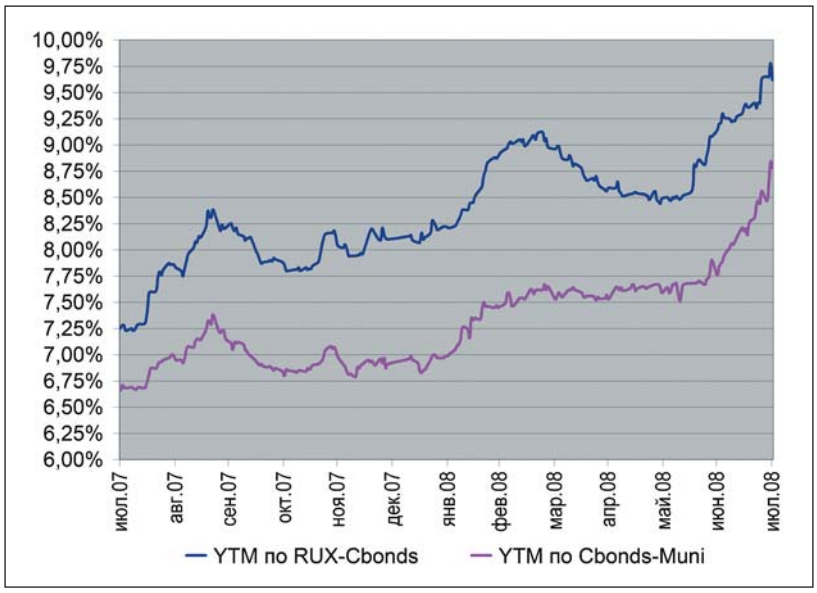
инвесторов. Огромные убытки на фоне делевериджинга приводят к снижению общего мирового спроса на финансовые инструменты и спроса на Россию в частности. «В такой ситуации все чаще приходится слышать: «Извините, но мы не можем позволить увеличить свой exposure на этот сектор в России», — отмечает Максим Орешкин.

«Пульс нынешнего рынка облигаций трудно идентифицировать. Если говорить о вторичном рынке, то он нитевидный, если говорить о первичном рынке, то это ярко выраженная аритмия, — весьма образно описывает сложившуюся ситуацию начальник аналитического управления банка «Петрокоммерц» Олег Соломин. — Скорее всего, современная медицина в данном случае развела бы руками, но нам, участникам финансового рынка, приходится работать и в такой ситуации. Связано сложное текущее положение в большей степени с внешними рисками. Продолжающийся сериал по вольным мотивам «Хижины дяди Тома» изменил отношение глобальных инвесторов как к рискам, так и к взглядам на уровень процентных ставок/инфляции».

В результате отечественные инвесторы, подчиняясь глобальному тренду, хотят покупать бумаги лишь очень надежных эмитентов и с очень короткой дюрацией. «Из-за этого происходит расслоение эшелонов (пусть это и эфемерное и крайне субъективное на сегодня понятие, но все же эшелонов), расширение номинальных спредов, сокращение лимитных полей, — считает Олег Соломин. — Отдельно хочется отметить расширение номинальных спредов. В настоящее время само понятие спреда вновь стало очень условно. Во-первых, подвергается сомнению уровень безрисковой ставки (того, к чему другие облигации соотносятся). Во-вторых, текущий уровень ставок также вызывает сомнения. Причина и в том, и в другом случае одна — болезненная боязнь отрицательных переоценок. В результате крайне трудно позиционировать займы и для инвесторов, и для эмитентов. Впрочем, несмотря ни на что, жизнь продолжается: размещаются новые займы, происходят технические и самые настоящие дефолты».

«Считается, что начавший восстановление после американского кредитного кризиса рынок рублевых долгов «подкосило» повышение ставок по операциям прямого РЕПО Банка России, а также лавинообразное нарастание первичного предложения. С этим трудно поспорить, но все же если смотреть объективно, то рынок рублевых долгов почувствовал на себе влияние лишь затянувшегося американского финансового кризиса, — считает главной причиной летнего провала цен и роста доходностей и старший аналитик банка «Спурт» Тимур Галеев. — Повышение ставки прямого РЕПО не могло оказать непосредственного влияния на рынок, поскольку российские банки просто не нуждались в ликвидности, а ставки денежного рынка (overnight) преимущественно держались около 3.50–3.75%».

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



Размещение облигаций «РЖД-8» с колоссальной премией явилось демонстрацией того, что может ожидать рынок в недалеком будущем, уверен эксперт банка «Спурт». Впрочем, то, что происходило потом, когда вслед за РЖД заемщики первого эшелона стали предоставлять премии по 100–150 б.п. к рынку, несмотря на то что сумма остатков средств на корсчетах и депозитах кредитных организаций в центральном банке составляла на тот момент 1 трлн руб., трудно объяснить с точки здравого смысла, полагает он. Падение цен носило скорее «психологический» характер, нежели явилось результатом реального ухудшения экономических условий.

Так или иначе, но в долгосрочном плане все эксперты ожидают продолжения роста процентных ставок.

«На наш взгляд, во второй половине 2008 года совокупное действие негативных факторов рыночной конъюнктуры, таких как вероятное ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ, большой «навес» новых выпусков и испуг инвесторов после череды дефолтов, будет чуть сильнее, чем влияние противостоящих им позитивных факторов (крепкий рубль, благоприятная ситуация на денежном рынке, размещение в облигациях ликвидности Фонда ЖКХ), — прогнозирует Максим Коровин. — Поэтому наша ключевая рекомендация — не торопиться с покупками, сохранять короткую дюрацию портфелей и искать возможности среди новых выпусков или «старых» облигаций с новыми купонами. Как показывает практика, именно в таких бумагах в наиболее полной мере можно получить вознаграждение за возросшую стоимость денег».

«Существуют опасения того, что в середине сентября – октябре может произойти закрытие части длинных позиций по рублю, открытых в ожидании укрепления рубля против бивалютной корзины, — отмечает Александр Морозов. — Это может негативно сказаться на рублевой ликвидности, ставках на межбанковском рынке и курсе рубля, хотя вряд ли будет носить долгосрочный характер, пока рынки капиталов остаются открытыми для российских заемщиков».

«Долгосрочным выходом из сложившейся ситуации является рост внутренних реальных процентных ставок до положительного значения, что будет увеличивать внутреннюю склонность к сбережению и стимулировать инвестиции, а также позволит обуздать внутреннюю инфляцию и пузыри на таких рынках, как земля и недвижимость, — думает Максим Орешкин. — Базовым сценарием для нас пока остается мягкая посадка российской экономики:

дальнейший рост процентных ставок и замедление роста внутреннего спроса на фоне роста нормы сбережений. Жесткую посадку российской экономики может спровоцировать существенное снижение нефтяных цен: по нашей оценке, стоимость нефти URALS на уровне $70–75 за баррель приведет к нулевому сальдо текущего счета. А чем это обернулось в прошлый раз, я думаю, вам не стоит напоминать, не так ли?»

«Тенденции предстоящих месяцев будут зависеть от того, сумеет ли приток сбережений фонда ЖКХ на рынок нивелировать действие других сил. Думаю, нет, но будут исключения, — считает Олег Гредиль. — В частности, неоправданно дешевыми относительно многих корпоративных займов выглядят торгующиеся в районе 10% субфедеральные бумаги BB- с дюрацией около двух лет. Будучи в первой очереди бенефициаров от наличия избытка ликвидности у федерального правительства и положительной макроэкономической инерции в РФ, эти субфедеральные бумаги несут очень малый кредитный риск и здорово походят под мандат управляющих средствами фонда ЖКХ, в частности. Однако трехлетние бенчмарк-эмиссии заемщиков класса РЖД должны будут предлагать купон «от 9%» — выше, чем в июне-июле, и ближе к уровням кредитных спредов 300–400 б.п., свойственным сейчас еврорынкам. Предпосылок для ралли в высокодоходном сегменте я не вижу. В долгосрочной перспективе доминирование в российской инвесторской базе государственных денег определенно беспокоит. Важно здесь то, что государственные сбережения замещают частные отечественные не по причине временного кризиса доверия у последних, а в попытке удержать реальные ставки в области глубоко отрицательных значений. Причем само государство по таким ставкам, кроме как у «молчунов» пенсионного фонда, занять тоже не сможет, поэтому способность сохранять такую подпитку финансовой системы новыми сбережениями чрезмерно зависит от пресловутых цен на нефть. В итоге зависимость инвестиционного спроса в РФ от нефти становится еще глубже».

«Чего стоит ждать осенью?... Стоит ждать около 25 млрд руб. погашений и амортизаций займов, около 190 млрд руб. оферт… Это не много и не мало, но представляется, что сейчас как никогда будет иметь значение своевременная кредитная экспертиза, — полагает Олег Соломин. — Акцент мы делаем на слове «своевременная», поскольку практика показывает, что на предприятиях-эмитентах проблемных долгов ситуация может приобретать драматический характер за очень короткое время. И тут, к сожалению аудированная отчетность по МСФО не спасает — это фактически как свет от далекой звезды: звезда уже взорвалась, а свет от нее все еще идет».

«Мы полагаем, что этой осенью американские банки все еще будут испытывать проблемы с ликвидностью. Доступ российских госкорпораций к внешнему финансированию будет затруднен, и они вслед за РЖД начнут реализовать планы по привлечению денег на внутреннем рынке, — отмечает Тимур Галеев. — Поскольку процесс «переоценки» доходностей затронул, в основном, лишь средний сегмент с дюрацией около трех лет, то вероятен рост доходности в длинном и коротком сегментах первоклассных эмитентов и эмитентов второго эшелона. Рост доходностей, однако, уже не будет носить «кинжального» характера. От этого рынок может оградить высокий уровень банковской ликвидности и поступление средств Фонда содействия реформированию ЖКХ».

ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК

Из-за мирового финансового кризиса и целой череды технических и настоящих дефолтов у инвесторов окончательно пропал аппетит к облигационным займам компаний третьего эшелона. В результате многие из них были вынуждены вернуться на рынок векселей — в том числе и для того, чтобы без проблем пройти через процедуру оферты или погашения уже выпущенных займов. О том, как после своеобразной перезагрузки выглядит вексельный рынок, на страницах Cbonds Review подробно расскажут и ведущие организаторы вексельных программ, и эмитенты векселей.

TOP VIEW

Мировой финансовый кризис сыграл на руку и российским инвестиционным компаниям с сильными брокерскими подразделениями — спрос эмитентов на инвестиционно-банковские услуги таких игроков сильно вырос. О том, почему это произошло, в эксклюзивном интервью заместителю главного редактора журнала Cbonds Review Анне Чепраковой разъяснил генеральный директор инвестиционной компании «РЕГИОН» Сергей Судариков.

BOND STYLE

Во втором выпуске нашей новой рубрики мы расскажем о столичных питейных заведениях, которые ориентируются на финансовую публику и обыгрывают в своей работе будни профессиональных финансистов.