Канр Лиджиев

САМЫЙ темный час

МЫ УЖЕ ПРИВЫКЛИ К ТОМУ, ЧТО В АВГУСТЕ ЧТО-ТО ПРОИСХОДИТ. НЕ СТАЛ ИСКЛЮЧЕНИЕМ И АВГУСТ 2008 ГОДА. ВОЕННЫЙ КОНФЛИКТ НА КАВКАЗЕ СПРОВОЦИРОВАЛ БЕГСТВО КАПИТАЛА С РОССИЙСКОГО РЫНКА. ПРОДАЖИ ШЛИ ПО ВСЕМУ СПЕКТРУ РУБЛЕВЫХ БУМАГ.

Дрогнул даже сегмент госбумаг. В августе мы увидели первые признаки коррекции на рынке ОФЗ. Осенью ситуация кардинально не изменится. Рост ставок и новые дефолты приведут к застою на рынке первичных размещений. Возможности для выхода на рынок с новыми бумагами сохраняются лишь у эмитентов первого эшелона. При этом ожидаемые инвесторами премии на аукционах могут привести к очередной переоценке в этом эшелоне.

В августе на рынке облигаций преобладали негативные настроения. Продажи бумаг носили массовый характер и коснулись бумаг практически всех эмитентов. «В последние несколько дней атмосфера на российском финансовом рынке радикально изменилась, — описывает ситуацию на рынке старший аналитик по облигациям Банка Москвы Анастасия Михарская. — От вялотекущих продаж инвесторы перешли к более решительным действиям: точечные распродажи первого эшелона переросли в массированную атаку по всем фронтам. Мы увидели не просто переток средств из менее качественных и более длинных активов в более качественные и короткие бумаги. То, что мы наблюдаем сейчас на рынке, это настоящее бегство из рублевых активов, которое сначала даже спровоцировало рост напряженности на денежном рынке. Объемы РЕПО с ЦБ зашкаливали за 240 млрд руб. — максимальное значение с ноября прошлого года».

Практически сразу же после начала осетино-грузинского конфликта начались распродажи и в сегменте ОФЗ, активность на котором практически свелась к нулю в последнее время. Как отмечает кредитный аналитик ФК «ОТКРЫТИЕ» Дмитрий Макаров, выросшая активность в секторе ОФЗ достаточно позитивна для этого рынка. «И если 11 августа ставки в средне- и долгосрочном сегменте кривой выросли на 20–25 б.п., достигнув 7.3–7.9% годовых, то Минфин, размещая на следующей неделе длинную серию 46020 и среднесрочную 26201, лишь утвердил текущие уровни, предоставив возможность дальнейшего роста ставок на рынке. Так, доходность 46020 уже составляет более 8.5% годовых при средневзвешенной при размещении в 8.22%. Вследствие движений на рынке ОФЗ наблюдается значительный рост доходностей бумаг высокого кредитного качества, в частности — АИЖК. Другими словами, сейчас мы наблюдаем уже вполне обоснованный рост доходностей надежных бумаг».

Согласно индексам доходности Cbonds, по итогам последнего летнего месяца доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций выросла в среднем на 69 б.п. до уровня 10.31% годовых. Доходности наиболее ликвидных муниципальных бондов выросли на 104 б.п. до уровня 9.82% годовых.

Все эксперты указывают, что повышение активности в сегменте госбумаг — позитивное явление, но не все уверены, что процесс переоценки ОФЗ пройдет быстро. Так, аналитик по облигациям Райффайзенбанка Михаил Никитин считает, что на рынке ОФЗ давно назрела серьезная коррекция, и в августе появились ее первые признаки. «С одной стороны, мягкая коррекция кривой госбумаг означала бы постепенное оживление этого сегмента, с другой — процесс полностью зависит от Минфина и госинвесторов, которые, похоже, настроены максимально оттягивать момент переоценки по социально значимым портфелям вроде Пенсионного фонда».

По мнению Анастасии Михарской из Банка Москвы, в этой ситуации важной становится позиция ЦБ РФ на рынке ОФЗ: «Действия ЦБ будут оставаться одной из основных интриг этой осени, банк для рынка по-прежнему является неким черным ящиком или вещью в себе. Ясно, что ЦБ будет продолжать ужесточать свою денежно-кредитную политику путем повышения ставок и повышения ФОР, но неопределенность поведения ЦБ на рынке ОФЗ сохраняется. Ведь слишком резкое обесценение ОФЗ в портфелях госструктур (ПФР и ВЭБ) может спровоцировать серьезные проблемы для государства, а слишком плавный рост доходности будет блокировать реализацию новой политики банка».

Управляющий портфелем DWS Investments Дмитрий Дудкин уверен, что в скором времени ОФЗ будут предлагать хороший спред к ставке РЕПО: «Совершенно очевидно, что продаваемая такими темпами кривая ОФЗ скоро не только на длинном конце, но и в своей средней части предложит хороший спред к ставке РЕПО, в результате чего госбумаги вновь станут нормальным инструментом сначала для консервативных портфелей, а потом и для краткосрочных спекуляций».

Рост доходности госбумаг будет сдвигать вверх и кривые доходности бумаг эмитентов первого эшелона. Переоценка по многим выпускам первого эшелона еще впереди. По мнению Дмитрия Дудкина, чего пока недостает, так это окончательной переоценки некоторых корпоративных кривых, например «Газпрома», хотя и здесь продажи последних недель уже существенно «исправили» доходность. Помощь в завершении этого процесса должны в ближайшие месяцы оказать первичные размещения компаний первого эшелона, где ожидаются аукционы «Газпром нефти», «Роснефти», Сбербанка и других крупных имен. Когда эти аукционы (и небольшое количество времени) пройдут, игра в дюрацию вновь станет оправданной.

По оценке Дмитрия Макарова, на первичном рынке ситуация остается сложной. «Некоторые эмитенты, такие как «Азбука Вкуса», Связь-Банк, отменили размещения в связи с высокими запросами инвесторов в части премий, другие, такие как Группа ЛСР, «Сибирьтелеком», наоборот, предоставили подходящие премии. На наш взгляд, отдельно стоит отметить размещение Группы ЛСР. Ставка первых трех полугодовых купонов определилась на конкурсе в размере 13.25% годовых, что превысило прогноз организаторов в 11.75–12.75% годовых. По нашим оценкам, итоговая премия к рынку составила не менее 120 б.п. Для транспарентной компании, являющейся одной из немногих в строительной отрасли, которая имеет рейтинг западных агентств, премия является довольно высокой. Щедрость эмитента становится очевидной, учитывая присущее строительно-девелоперским компаниям отсутствие ясной для инвесторов структуры активов, а также информационной прозрачности. На наш взгляд, это достаточно негативный фактор для корпоративного рынка в целом, учитывая готовящийся выход на первичный рынок крупных эмитентов. Тот же Связь-Банк недавно объявил о том, что планирует выйти на рынок до конца сентября с отложенным выпуском».

Дмитрий Дудкин,
CFA, Portfolio Manager, DWS Investments

Анастасия Михарская,
старший аналитик по облигациям, Банк Москвы

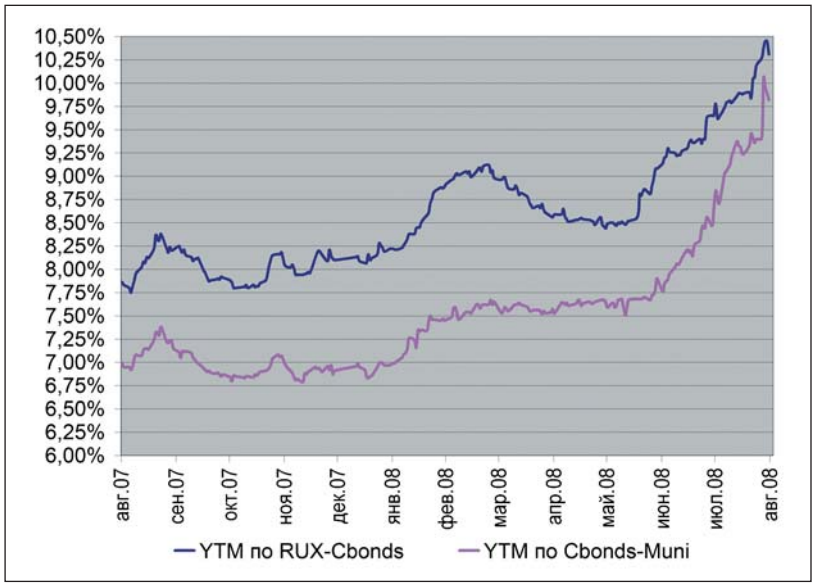
Дмитрий Макаров,
Credit Analyst, OTKRITIE Financial Corporation Ltd

Юрий Бодрин,
главный аналитик финансовых рынков, Связь-Банк

Михаил Никитин,
аналитик по облигациям, Райффайзенбанк

Не добавляет оптимизма продолжающаяся череда дефолтов на внутреннем рынке. Осенью эксперты ожидают продолжение этого процесса, «под прицелом» будут находиться все эмитенты третьего эшелона. «Не исключаем мы и появления новых имен в списке дефолтеров этой осенью, — говорит Анастасия Михарская. — Наихудшим вариантом развития событий станут дефолты не по телу основного долга, а по купону, которые свидетельствуют о том, что проблемы у компании начались уже давно и эмитент не генерирует денежный поток, достаточный хотя бы для обслуживания своего долга».

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



На этом фоне, по словам главного аналитика Связь-Банка Юрия Бодрина, некоторые эмитенты вынуждены были перенести свои первичные размещения на неопределенный срок. В том случае если столь негативные тенденции сохранятся, размещать рублевые облигации станет сложнее, а участники торгов будут запрашивать еще большую премию за риск.

В корпоративном сегменте стратегия теперь сводится к покупке бумаг с умеренным кредитным риском и короткой дюрацией. «Проще говоря, основная идея — получить хорошую доходность к оферте, но так, чтобы обошлось без дефолтов, — отмечает Никитин из Райффайзенбанка. — На практике это оказывается не так просто из-за сложностей с оценкой кредитного риска — в третьем эшелоне многие компании сильно зависят от рефинансирования и фактически балансируют на грани техдефолта. Это отчасти объясняет крайне слабое предложение новых выпусков в августе (а правильней сказать — почти нулевой спрос): для многих инвесторов эмитенты третьего эшелона мало чем отличаются друг от друга; а если новый выпуск не предполагает радикальной премии к вторичке, то какой смысл разбираться в тонкостях кредитного качества?»

В целом, на осень взгляд наших экспертов можно охарактеризовать как умеренно негативный.

Дмитрий Макаров: «Основной риск, на наш взгляд, будет нести все тот же накапливающийся навес первичных размещений. Возможно, мы увидим сравнительно немного размещений с довольно существенной премией к текущим уровням. На вторичном рынке рост котировок представляется проблематичным».

Юрий Бодрин: «На внутренний долговой рынок, как и прежде, будет оказывать влияние большое количество различных факторов, среди которых стоит выделить в первую очередь следующие: внешний фон, ситуацию на денежно-кредитном рынке, а также относительно новый фактор, на который в последнее время все больше ориентируются игроки рынка при совершении сделок купли/продажи, — геополитический фактор. События, развивающиеся на юге России, вряд ли будут быстро забыты мировым деловым сообществом. Да и ставить «точку» в истории грузино-осетинского конфликта пока рано. В связи с этим ожидать большого притока иностранных инвестиций в Россию не приходится, а потому не стоит рассчитывать и на рост — как российского фондового, так и долгового рынков».

Михаил Никитин: «По всей видимости, ситуация кардинально не изменится и в сентябре. Ждем очередного повышения ставки РЕПО и, возможно, резервных требований. На фоне ожиданий по новым размещениям в первом и втором эшелонах ожидания по ставкам, конечно, не способствуют росту цен облигаций. Единственный позитивный момент — в сентябре должны активизироваться и первичный, и вторичный рынки. Впрочем, и это может лишь ускорить переоценку стоимости риска на рублевом рынке. Боюсь, что для третьего эшелона первичный рынок останется де-факто закрытым, а вторичный — неликвидным с соответствующими последствиями для ценообразования».

Анастасия Михарская: «Ключевым отличием сценария этой осени от событий прошлого года является возможность очень быстрого отскока рынка в случае нормализации политической обстановки. В отличие от прошлого года, когда кризис носил системный и долгосрочный характер, решение политических вопросов, подвергающих рынок давлению сейчас, может затянуться. В случае реализации наиболее оптимистичного сценария в скором времени Россия может достичь консенсуса с крупнейшим мировыми державами по вопросу Абхазии и Южной Осетии, и тогда возвращение спроса на активы будет вопросом времени, и возможно, что это произойдет довольно быстро».

Наиболее оптимистически в будущее смотрит Дмитрий Дудкин: «И ведь действительно, если задуматься, рынок уже пережил ипотечный кризис, ожидания рецессии в США и в других развитых странах, недостаток ликвидности в банковской системе, войну, несколько волн оттока иностранного капитала, ужесточение денежной политики со стороны ЦБ. Нам представляется, что этот гигантский поток негатива, вылившийся буквально в течение года, просто неизбежно если не иссякнет, то хотя бы ослабнет, а это означает, что в среднесрочной перспективе банки оказываются в гораздо более здоровой ситуации «доходность облигаций против стоимости денег», тогда как параллельно объем российских инвесторов с «реальными» деньгами постепенно возрастает в основном за счет укрепления пенсионной системы, а также средств институтов развития. Иностранные инвесторы, наверное, будут еще какое-то время напуганы политическими рисками, однако интересно, что за все это время DWS не отмечал оттока средств из своих оффшорных фондов, посвященных российским активам, более того, на фоне казалось бы катастрофической распродажи инвесторы не выводили средств даже из фондов акций. Все это наводит на мысль, что до вступления рынка облигаций в стадию консолидации остался месяц-два, при этом все, чего хотелось бы от властей — это минимальной политической стабилизации и снижения накала воинственной риторики. Как было сказано в одном из последних фильмов, «самый темный час — перед рассветом, но рассвет не за горами!»

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК

Связь Банк
...ТО, ЧТО НАС СВЯЗЫВАЕТ

ЗА ПОСЛЕДНИЙ ГОД СВЯЗЬ-БАНК ПОДДЕРЖАЛ ИСПОЛНЕНИЕ ОФЕРТ НА ДОСРОЧНЫЙ ВЫКУП ОБЛИГАЦИЙ СЛЕДУЮЩИХ ЭМИТЕНТОВ:

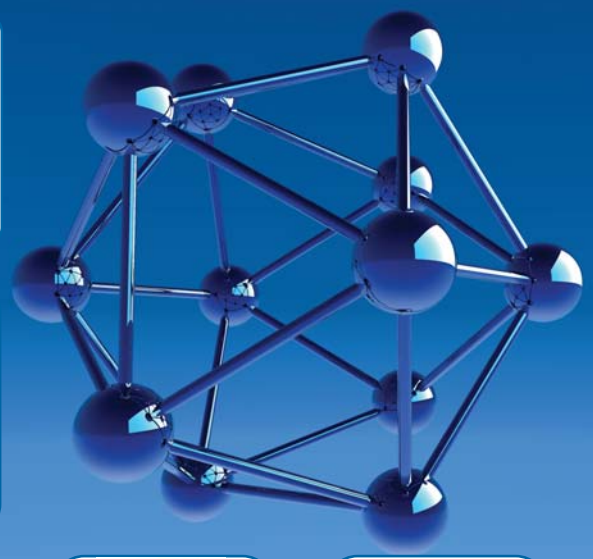
ОАО «РТК-ЛИЗИНГ»
Облигационный заем
Серия 05
2 250 000 000 рублей
Оферта
Август 2007

ОАО «ЮТК»
Облигационный заем
Серия 03
3 500 000 000 рублей
Оферта
Октябрь 2007

ЗАО «Балтимор-Нева»
Облигационный заем
Серия 03
800 000 000 рублей
Оферта
Ноябрь 2007

ОАО «Северо-Западный Телеком»
Облигационный заем
Серия 03
3 000 000 000 рублей
Оферта
Март 2008

ОАО «ЛОМО»
Облигационный заем
Серия 03
1 000 000 000 рублей
Оферта
Сентябрь 2008



ЗАО «ИНКОМ-Финанс»
Облигационный заем
Серия 01
1 250 200 000 рублей
Оферта
Март 2008

ООО «Концерн КАРО»
Облигационный заем
Серия 01
700 000 000 рублей
Оферта
Июль 2008

ОАО «ПАВА»
Облигационный заем
Серия 02
1 000 000 000 рублей
Оферта
Май 2008

ЗАО «Дикая Орхидея»
Облигационный заем
Серия 01
1 000 000 000 рублей
Оферта
Июль 2008

ООО «Бородино-Финанс»
Облигационный заем
Серия 01
2 500 000 000 рублей
Оферта
Июнь 2008

ООО «Патэрсон-Инвест»
Облигационный заем
Серия 01
2 000 000 000 рублей
Оферта
Июнь 2008

ООО «ОХЗ-инвест»
Облигационный заем
Серия 01
900 000 000 рублей
Оферта
Май 2008

- **Полный комплекс услуг при прохождении оферты**
- **Доразмещение облигационных выпусков**
- **Поддержка вторичного рынка**
- **Выпуск аналитических обзоров по эмитенту**
- **IR-поддержка**

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.