Канр Лиджиев

Сезон небывалых РАСПРОДАЖ

ТАКИХ РАСПРОДАЖ, КАК В МИНУВШЕМ СЕНТЯБРЕ, РОССИЙСКИЙ РЫНОК БОНДОВ НЕ ВИДЕЛ НИКОГДА. ОТСУТСТВИЕ ПОКУПАТЕЛЕЙ ПРИВЕЛО К БОЛЬШИМ ДИСПРОПОРЦИЯМ МЕЖДУ ДОХОДНОСТЯМИ И КРЕДИТНЫМ КАЧЕСТВОМ КРЕПКИХ ЭМИТЕНТОВ. И ДЕЛО ТУТ НЕ В САМИХ ЭМИТЕНТАХ, А В ПРОБЛЕМАХ С ЛИКВИДНОСТЬЮ У ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ. НОВЫЕ ЦЕНОВЫЕ УРОВНИ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ВЫГЛЯДЯТ ВЕСЬМА ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ, НО У БОЛЬШИНСТВА УЧАСТНИКОВ РЫНКА НЕТ ОЩУЩЕНИЯ, ЧТО ПРОБЛЕМЫ С ЛИКВИДНОСТЬЮ БЫСТРО РАЗРЕШАТСЯ. ПОЭТОМУ ОНИ ПРЕДПОЧИТАЮТ СЕЙЧАС ИДЕЮ «НЕ ПОТЕРЯТЬ» ИДЕЕ «ЗАРАБОТАТЬ».

Сентябрь стал «черным» месяцем для финансовых рынков. Одним из наиболее пострадавших оказался рынок облигаций. «Несмотря на то что ряд трейдеров работают на рублевом рынке корпоративных облигаций фактически с самого основания, такой распродажи, что произошла в сентябре, не помнит никто, — уверен вице-президент московского Ситибанка Никита Гусаков. — В предыдущие кризисы рублевый корпоративный рынок был гораздо меньше и на нем были минимально развиты операции РЕПО и маржинальные сделки, поэтому эффект мультипликатора на рынке был гораздо слабее».

Негативные внешние новости перемешивались с местными новостями. И когда «КИТ Финанс» не исполнил обязательства по РЕПО, на рынке разразился «кризис доверия». Это привело к экстренному увеличению маржи, росту стоимости РЕПО и даже закрытию лимитов по РЕПО у ряда крупнейших игроков. Как отмечает аналитик департамента анализа рыночной конъюнктуры Газпромбанка Алексей Астапов, дефицит ликвидности и отсутствие доступа к источникам рефинансирования вынуждали участников рынка использовать любые возможности для аккумулирования наличности, в том числе и избавляться от долговых инструментов в своих портфелях. «Дисбаланс продавцов и покупателей, а скорее, отсутствие последних приводили к существенному расширению спредов bid-offer по большинству облигационных выпусков, а в отдельных случаях — к падению котировок до неадекватно низких уровней».

По оценкам Никиты Гусакова, доходности коротких облигаций первого эшелона подскочили до 12–15% годовых, второго — до 17–25%. В третьем эшелоне ликвидность пропала окончательно, и продать бумаги нельзя было ни по какой цене.

Схожие оценки и у стратегиста по облигациям ИК «Ренессанс Капитал»: «Рост доходностей долговых инструментов за последние две недели составил 400–1000 б.п. Так, в настоящее время доходность облигаций первого эшелона (эмитенты которых, как правило, имеют кредитный рейтинг инвестиционного уровня) достигает 12–15%, доходность выпусков второго эшелона (эмитенты которых, как правило, имеют кредитный рейтинг на уровне B+ и выше) зачастую превышает 20%. Нередки случаи, когда в результате ликвидации позиций доходности отдельных выпусков достигают 30–50%».

По мнению всех экспертов, на рынке сложилась большая диспропорция между доходностями бумаг и кредитным качеством эмитентов. Вот как, например, описывает ситуацию Алексей Астапов: «На протяжении последних нескольких дней мы были свидетелями агрессивных продаж по ряду сильных эмитентов первого эшелона, кредитное качество которых не вызывает сомнений. В то же время осуществление сделок, которым соответствовали доходности выше 20–25%, мы можем объяснить только плачевным положением держателей облигаций. Последние были вынуждены «резать» свои позиции и избавляться от долговых активов по любым ценам, чтобы своевременно рассчитаться по обязательствам, в том числе избежать принудительного закрытия маржинальных позиций».

Бондовые индексы доходности Cbonds в сентябре демонстрировали исторические максимумы. По итогам первого осеннего месяца доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций выросла в среднем на 342 б.п. до уровня 13.73% годовых. Доходности наиболее ликвидных муниципальных бондов выросли на 131 б.п. до уровня 11.13% годовых.

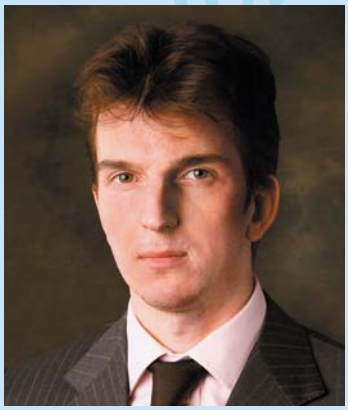
Из-за ситуации с РЕПО ФСФР была вынуждена приостановить торги на ММВБ. Ставки на денежном рынке подскочили до 12–15%, а для банков второго круга рынок фактически закрылся.

В целом, эксперты положительно оценивают действия монетарных властей. Так, по оценке начальника управления операций на фондовом рынке НК Банка Дениса Гусева, монетарные власти и ММВБ сработали на «отлично».

«Была пара моментов, когда существовала некоторая несогласованность (скажем, в один из дней в разгар кризиса фактически до конца официального времени торгов работал только один режим — подтверждение сделок РЕПО без возможности заключить новые и пролонгировать старые сделки РЕПО или продать бумаги для исполнения обязательств), но, в общем и целом, это твердая «пятерка». В большей или меньшей мере получили ликвидность все: и через мгновенные реально действующие меры (снижение отчислений в ФОР, фактически прямое указание крупным банкам кредитовать банки поменьше), и через вербальное успокоение рынка (оперативная поддержка «падающих» банков через M&A, снижение ставки страховых взносов по вкладам, ожидаемая рассрочка по выплате НДС, фактическое снижение экспортных пошлин)».

Вместе с тем, все эксперты отмечают, что к настоящему времени высокий уровень напряженности на рынке межбанковского кредитования сохраняется. «Кризис доверия» не преодолен.

«Но веры друг другу не прибавилось. На этом фоне достаточно забавно читать аналитические обзоры, в которых радостно рапортуют, что ситуация практически полностью нормализовалась и на денежном рынке ставки o/n упали до 3–4%, — иронизирует Денис Гусев. — В принципе, в терминале Reuters так и было, а крупнейшие банки действительно получили изрядную порцию ликвидности. Правда, за их круг она (ликвидность) пока особо не просачивалась, и на МБК для подавляющего большинства участников взять деньги было в принципе нельзя. И тут нет вопроса цены, это вопрос доверия: просто никто никому не дает денег. И это доверие вряд ли восстановится быстро. Если вспомнить банковский кризис 2004 года — даже в тех макроэкономических реалиях все закончилось не сильно быстро. Безусловно, тот факт, что рынок новых РЕПО по акциям и ломбардным бумагам стал оживать, радует. Но назвать нормализацией ситуации ставки по РЕПО на o/n на уровне 15–20% годовых по акциям при дисконтах в 30–40% и ставках в 15% под ломбардные бумаги сложно. Тем не менее, рано или поздно ликвидность, которая закачивается в крупнейшие банки, все же дойдет и до остальных участников рынка. Однако банки, которые пережили полную изоляцию на денежном рынке, еще помнят достаточно тяжелые предыдущие квартальные выплаты налогов. В таких условиях прелесть двузначных доходностей на рынке бондов во многом нивелируется желанием встретить конец октября с максимальной подушкой ликвидности. Тем более что полного понимания, кто пережил кризис, еще нет».



Никита Гусаков,
вице-президент, Ситибанк

Алексей Астапов,
аналитик департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

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

Денис Гусев,
начальник управления операций на фондовом рынке, НК Банк

Мария Субботина,
заместитель руководителя инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Николай Подгузов,
стратегист по рынку облигаций, ИК «Ренессанс Капитал»

Активность эмитентов на первичном рынке в сентябре упала до минимальных уровней. До конца года с новыми выпусками на рынке ожидаются только госкорпорации.

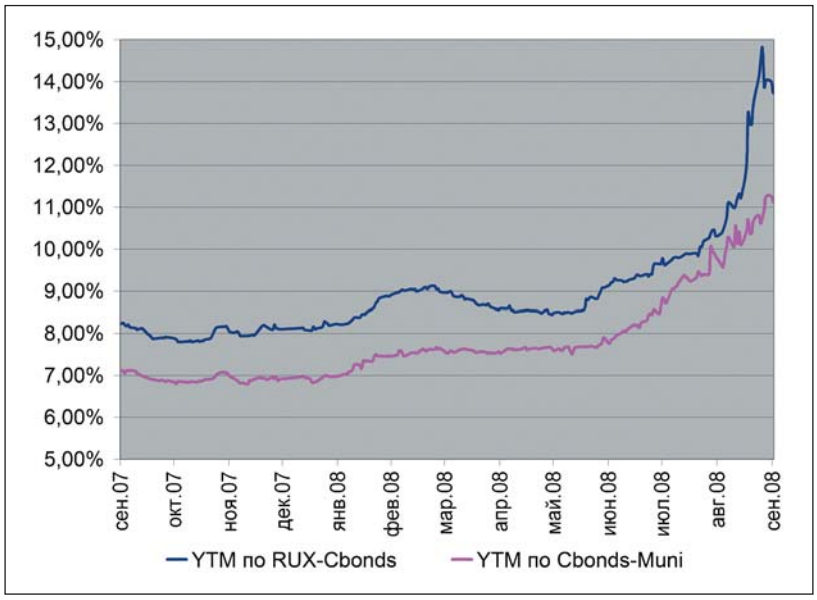
«Рынок первичных размещений для компаний и банков будет закрыт как во внутреннем секторе, так и во внешнем, — считает заместитель руководителя инвестиционного департамента Промсвязьбанка Мария Субботина. — Это будет очередной тест на прочность для банковской системы. Объем погашений и оферт по внутренним заимствованиям корпоративного и банковского сектора — 268.2 млрд руб., погашения и оферты по внешним долгам банков — более $2 млрд. Поскольку альтернативного источника длинных денег ни у банков, ни у компаний нет, то мы ожидаем увеличения количества дефолтов. При этом страдать от дефолтов будут не только эмитенты, но и инвесторы, в портфелях которых зависнут «мертвые» займы. Скорее всего, не обойдет стороной такая проблема и ПИФы, активы которых и так снизились на 20% за последние три месяца».

Роста дефолтов на рынке облигаций ожидают все наши эксперты. Так, например, по пессимистичным оценкам начальника отдела анализа рынка долговых инструментов «КИТ Финанса» Владимира Малиновского, их общая сумма может достигнуть порядка 60 млрд руб.: «Скорее всего, пропасть между облигациями хорошего кредитного качества и вторым-третьим эшелоном может значительно расшириться, как это, впрочем, бывает во время любого кризиса. А с учетом того что на погашение и оферту до конца текущего года выходит достаточно большое количество бумаг (порядка 600 млрд руб., учитывая внутренние и внешние корпоративные облигации и синдицированные кредиты), в том числе относительного невысокого кредитного качества, количество дефолтов может резко вырасти: по пессимистичным оценкам, до 10% от общей суммы погашений. Искать рефинансирование в текущих условиях будет крайне сложно. Пожалуй, еще никогда угроза массовых дефолтов корпоративных заемщиков не была так высока в новейшей истории российского рынка облигаций, как сейчас».

В сложившихся условиях предсказать уровни доходности до конца года практически невозможно. Сейчас на рынке, наверное, нет ни одного человека, который ожидал бы быстрого восстановления рынка. Напряженность будет сохраняться как минимум до конца 2008 года. Некоторые уже говорят о весне, кто-то называет год, а есть и такие, которые считают, что речь может идти уже о годах.

По мнению Владимира Малиновского, стабильность финансового сектора будет зависеть от того, как оперативно ЦБ РФ будет реагировать как на локальные проблемы отдельных финансовых институтов, так и на возникающие системные сбои. «Понятно, что в таких условиях выживать проще будет именно крупным банкам, соответственно, увеличится и их влияние на формирование рыночной конъюнктуры. Оптимизма в расписанном сценарии маловато, однако он мне кажется наиболее вероятным в текущей ситуации. Модель, которая будет построена на российском финансовом рынке в среднесрочной перспективе, может значительно отличаться от того, к чему мы привыкли за последние годы».

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



Малиновский считает, что ожидать, что после состоявшегося сентябрьского кризиса мелкие и средние банки начнут наращивать позицию в облигациях, по меньшей мере наивно. «Спущенной сверху ликвидности на нижних уровнях банковской системы хватает в основном для осуществления текущих операций, а опасаясь повторения событий, залезать в пусть и подешевевшие бонды они вряд ли рискнут. Между тем, банки первого круга могут проявить интерес к голубым фишкам и бондам крепкого первого эшелона, доходность которых порой приближается к 15–20% годовых. В эти же бумаги могут быть теоретически направлены и государственные средства, если все же будет принято решение о такой форме поддержке рынка».

«Безусловно, активные действия властей будут способствовать стабилизации на денежном и долговом рынках, — говорит Алексей Астапов. — Однако в краткосрочной перспективе ситуация с ликвидностью будет оставаться напряженной, и говорить о признаках консолидации рынка внутреннего долга можно будет только после прохождения квартальной выплаты НДС в конце октября. Формирование же долгосрочного тренда на рынке облигаций невозможно до окончательного разрешения кризисной ситуации в финансовом секторе США, что, по нашему мнению, произойдет не ранее середины следующего года».

Прогноз Газпромбанка на четвертый квартал:

- стоимость заимствований значительно возрастет для всего круга заемщиков;
- рост стоимости денег в первую очередь затронет эмитентов третьего эшелона; которые не смогут рефинансировать свои долги за счет новых размещений, что в итоге приведет к увеличению числа дефолтов на рынке облигаций;
- рынок первичных размещений возьмет паузу;
- на вторичном рынке активность будет присутствовать только в выпусках «качественных» эмитентов первого эшелона с короткой дюрацией;

• приток новых денег на долговой рынок можно ожидать только за счет оферт по обращающимся выпускам, однако данные вливания не окажут существенного воздействия на рынок.

В Промсвязьбанке ожидают расширения спредов бумаг третьего эшелона к первому и второму и сокращения спредов по облигациям второго эшелона к первому, поскольку покупка бумаг второго эшелона на государственные деньги может стать основной торговой идеей участвующих в аукционах ЦБ и Минфина крупных игроков.

«Делать прогнозы на таком рынке — неблагодарное дело, — считает Никита Гусаков. — Мы, безусловно, считаем, что ситуация будет оставаться крайне напряженной до конца года, и даже завзятые оптимисты не ожидают быстрого восстановления рынка. С достаточной уверенностью можно говорить о нескольких трендах, которые сохранятся на рынке в ближайшие месяцы:

• облигации, допущенные в Ломбардный список, будут торговаться лучше рынка;
• интерес инвесторов будет только к коротким облигация (до года);
• облигации компаний третьего эшелона будут продолжать уходить с рынка через исполнение оферт;
• до конца года мы, скорее всего, станем свидетелями еще нескольких дефолтов, технических и не только;
• первичный рынок до конца года если и откроется, то только для выпусков корпоративных (небанковских) бумаг квазигосударственных эмитентов с короткой дюрацией».

Вместе с этим в Ситибанке ожидают, что в ближайшие две-три недели на рынке будут постепенно выравниваться доходности эмитентов сопоставимого кредитного качества и дюрации и будут сглаживаться диспропорции, о которых говорилось выше.

По оценкам ИК «Ренессанс Капитал», при благоприятном развитии ситуации нормализация рынка межбанковского кредитования займет несколько недель. В течение этого периода вероятность продолжения агрессивных продаж долговых инструментов, в результате которых доходности по отдельным инструментам будут достигать 20–30%, остается высокой. «На наш взгляд, — уверен Николай Подгузов, — этот период целесообразно использовать для формирования портфеля облигаций на крайне привлекательных ценовых уровнях для тех, у кого есть деньги».

Несмотря на то что, при прочих равных, ценовые уровни на рынке выглядят вполне привлекательными, Денис Гусев считает, что «особых предпосылок для ралли на рынке бондов нет — вряд ли общий уровень доходности рынка вернется на докризисные уровни. Более того, можно ожидать более сильного разэшелонирования между ломбардными и неломбардными бумагами. Для эмитентов ситуация тоже более-менее понятна — рынок бондов в ближайшей перспективе явно не то место, где можно оставить бумаги после оферты или привлечь средства по вменяемым ставкам. В общем и целом, ощущения того, что все плохое уже закончилось, пока нет, но и драматизировать ситуацию пока не хочется — каждый вынес из кризиса уроки и более-менее подготовился к будущим потрясениям».

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